
دار المنظومة
DAR ALMANDUMAH
الرواد في قواعد المعلومات العربية

إطار مقترح لقياس مستوى التحفظ المحاسبى لصناديق الاستثمار
دراسة تطبيقية على البورصة المصرية

د/ خالد فتحى جابر
قسم المحاسبة – كلية الإدارة
الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات

إطار مقترح لقياس مستوى التحفظ المحاسبي لصناديق الاستثمار

"دراسة تطبيقية على البورصة المصرية"

د. خالد فتحي جابر
قسم المحاسبة - كلية الإدارة
الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات

إطار مقترح لقياس مستوى التحفظ المحاسبي
لصناديق الاستثمار
"دراسة تطبيقية على البورصة المصرية"

د. خالد فتحي جابر
قسم المحاسبة - كلية الإدارة
الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات

ملخـــــص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم إطار مقترح لقياس مستوى التحفظ في صناديق الاستثمار، حيث كانت الدراسات السابقة تعني بمستوى التحفظ المحاسبي في الشركات المقيدة في أسواق الأوراق المالية وبذلك تعتبر هذه الدراسة إتجاه آخر لقياس التحفظ المحاسبي من خلال التطبيق على صناديق الاستثمار التي تتعامل في البورصة المصرية EGX وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٤م حتى عام ٢٠١١م. وقد اشتمل مجتمع الدراسة على ٧٨ صندوقاً حتى ٣١ ديسمبر ٢٠١١، وفي ضوء حدود الدراسة كانت العينة مكونة من ٢٠ صندوق استثمار، وقد قامت الدراسة بإختبار المؤشر السوقي الأكثر تعبيراً عن أداء صناديق الاستثمار وذلك بالمقارنة بين مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) ومؤشر مصر ٢٠ (EGX20) حيث تم إختبار معنوية علاقة الارتباط بين أداء كل مؤشر على حده ومتوسط أداء صناديق الاستثمار، باستخدام اختبار Spearman وهو اختبار لامعلمي Nonparametric . وخلصت الدراسة إلى معنوية علاقة المؤشرين مع متوسط أداء صناديق الاستثمار عند ١% إلا أن معامل الارتباط لمؤشر مصر ٢٠ (EGX20) هو الأعلى عند ٩٧.٦% مقابل ٩٥.٨% للمؤشر الأخر، ويوجد اختلاف معنوى لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار قبل و بعد الأزمات المالية، و يمكن إرجاع هذا الاختلاف الى تباين الارصده النقدية بتلك الصناديق قبل و بعد الازمة المالية ، اضافة الى اختلاف مستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار الهادفة للنمو وصناديق الاستثمار الهادفة للدخل، و يمكن إرجاع هذا الاختلاف الى تباين مكونات المحفظة الاستثمارية لهذه الصناديق.

الكلمات الدالة:

التحفظ المحاسبي – صناديق الاستثمار – البورصة المصرية – مؤشر مصـــر ٣٠ (EGX30) – مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) – صناديق النمو – صناديق الدخل – الصناديق المتوازنة.

المبحـــــث الأول
الإطـــــار العـــــام للبحـــــث

١- المقدمة ومشكلة البحث:

شهد عام ٢٠٠٨ أزمة مالية تعتبر هي الأسوأ في التاريخ الاقتصادي، ويرى البعض(١) أن المعيار المحاسبي (FAS 157) والمعنون قياس القيمة العادلة (Measurement fair value) يعد أحد الأسباب الهامة لهذه الأزمة، حيث أفترض هذا المعيار أن الأسواق قادرة على التقييم السليم للأصول، وعندما بدأت أسعار الأصول في الارتفاع في الولايات المتحدة تضخم رأسمال البنوك نتيجة إعادة تقييمها وفقاً للقيمة العادلة مما دعا لتشجيعها على التوسع في منح الائتمان، وعندما حدث الانخفاض في قيم الأصول وتوقف بعض المقترضين عن السداد بدأت تتوالى سلسلة الانهيارات، مما أدى إلى إزدياد حالات الإفلاس، وزيادة عدد المطالبات والقضايا المرفوعة على شركات المراجعة نتيجة تورطها في قضايا مهنية. لذا تمسك المحاسبون بإتباع سياسة التحفظ كرد فعل لحماية أنفسهم من الملاحقة القضائية.

وقد أدخلت سياسة الحيطة والحذر (التحفظ المحاسبي) في التطبيق المحاسبي منذ أمد بعيد لعدة أسباب تتمثل فيما يلي(٢):

أ- الميل الغريزي للإنسان للحذر والاحتياط لأي شيء يتعلق بالمستقبل.

ب-إهتمام البنوك بالميزانية المتحفظة في تقويم الأصول كأساس لسياسة الإقراض.

ج- إفلاس كثير من الشركات والرغبة في حماية الدائنين.

د- الحفاظ على رأس المال وعدم توزيع أرباح صورية.

هـ- تطبيق هذه السياسة له أثر طيب على العلاقات العمالية وسياسة الأجور.

ويوجد معارضون لتطبيق هذه السياسة، ويبنون اعتراضاتهم على أساس أن في ظل هذا المفهوم:

أ- لا يتم التعبير عن حقيقة المركز المالي أو النتائج التشغيلية، كما أن هناك غياب لمعايير موضوعية تحكم تطبيقه، كما توجد حالات شائعة لإساءة الاستخدام.(٣)

ب-التحفظ المحاسبي الذي يؤدي إلى نتائج متحفظة في الفترة الأولى سيؤدي إلى نتائج غير متحفظة في الفترات التالية(٤).

وقد أثار مفهوم التحفظ المحاسبي جدلاً واسعاً بين الممارسين والأكاديميين في مجال المحاسبة، حيث رأي البعض(٥) أن هذا المفهوم يحد من جودة القوائم المالية من خلال عدم مصداقية المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار من قبل مستخدمي هذه القوائم، كما إنه يساعد على تكوين احتياطيات مستتره ناتجة عن ترحيل بعض المصروفات لفترات قادمة. وسار في نفس الاتجاه المشروع المشترك للإطار الفكري للمحاسبة المالية بين مجلس معايير المحاسبة المالية FASB ومجلس معايير المحاسبة الدولية IASB

الصادر في ٢٠٠٦، بإعتبار أن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى نوع من التحيز في المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية المنشورة، وهو ما يتعارض مع بعض الخصائص الأساسية لجودة تلك المعلومات وأهمها الحيادية، القابلية للمقارنة، والتمثيل الصادق والعادل(٦).

ويرى البعض الآخر(٧) أن للتحفظ دوراً هاماً في زيادة فاعلية التعاقدات التي يتم إبرامها بين الأطراف المختلفة ذوي المصالح المتعارضة في المنشأة وأهمها عقود المديونية، عقود حوافز الإدارة، حيث يعد التحفظ المحاسبي وسيلة للحد من عدم تماثل المعلومات والحد من التلاعب في الأرباح بما يساعد على استمرار المنشأة وعدم انهيارها.

ويتطلب التحفظ أن يأخذ المحاسب في اعتباره الخسائر – حتى قبل تحققها الفعلي –، وعدم أخذ الأرباح في الاعتبار قبل تحققها ووجود السند لذلك. ويشار عادة للتحفظ المحاسبي بلا تماثلية الاعتراف المحاسبي Asymmetric Reognition أو التوقيت المتباين للاعتراف المحاسبي Differential Timeliness، أو بالتحفظ الشرطي Conditional Conservation. كما يوجد شكل آخر للتحفظ يشار إليه بالتحفظ غير الشرطي، والذي يتطلب عرض قيمه دفترية منخفضة لصافي الأصول بصرف النظر عن وجود خسائر، والذي يتم ممارسته في الغالب من خلال الاستنفاذ الفوري للأصول غير الملموسة.

وتعتبر سوق الأوراق المالية المؤشر الذي يعكس الأوضاع الاقتصادية السائدة في الدولة، وذلك بتوجيه الموارد المالية وتخصيصها بكفاءة مما يرفع من معدلات النمو الاقتصادي، وتخصيص الاستثمارات في المجالات التي تتمتع بمزايا تنافسية أكثر من غيرها.

ويرى الباحث أن صناديق الاستثمار يجب عليها إتباع سياسة التحفظ نظراً لطبيعتها الخاصة، ودورها المميز في النظام الاقتصادي كقناة لتدفق الأموال بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي، وعادة ما تسعى إدارة صندوق الاستثمار للاعتراف بأي زيادة في صافي الأصول لتحسين قيمة الصندوق والحصول على أفضل سعر لإصدار وثيقة جديدة، ويمكن إرجاع ذلك إلى عدم تماثل العوائد التي تحصل عليها إدارة الصندوق، والذي يرتبط بالأساس بنوعين من العوائد، هما: المصروفات الإدارية وعوائد حسن الأداء، فإدارة الصندوق لا ترتبط بصندوق ما لفترة طويلة، حيث إنه في الأجل المتوسط أو الطويل سوف تنتقل سلطة إتخاذ القرار من الإدارة الحالية إلى إدارة أخرى ومن ثم فإن مصلحة الإدارة الحالية تتمثل في زيادة صافي أصول الصندوق الحالية، وبالتالي فإن خطط حوافز الإدارة، وخاصة عوائد حسن الأداء قد تتضمن قواعد معينة لحساب عائد الإدارة في حال تحقيق مستويات معينة من الأداء وقواعد أخرى غير مماثلة عندما لا يتحقق المستوى المطلوب من الأداء، كأن لا يحصل فريق الإدارة على أي حوافز عند انخفاض صافي الربح عن المستوى المرجعي والذى عادة ما يكون عائد السوق. وبالتالي فإن إدارة الصندوق سوف تحاول زيادة صافي الأصول والربح الحالي حتى لا يستفيد أي فريق محتمل للإدارة من أي أرباح غير محققة لم يتم الاعتراف بها في الفترات الحالية.

ويرى الباحث إن الأسباب الرئيسية وراء هذا الاهتمام بالتحفظ المحاسبي في صناديق الاستثمار، ترجع إلى:

أ- تحليل العلاقات التعاقدية المكونة للصندوق وآثارها على التقرير المالي.

ب- السعي لإنتاج قوائم مالية أكثر تحفظاً نتيجة للتأكد من ممارسات إدارة الربح في معظم بيئات التقارير المالية.

ج- تطور أدوات القياس المالية والمحاسبية من واقع القوائم المالية لصناديق الاستثمار.

ومن العرض السابق يتضح أنه توجد حاجة لقياس التحفظ المحاسبي لصناديق الاستثمار والتعرف عما إذا كان اختلف مستوى هذا التحفظ قبل الأزمة المالية العالمية عن بعدها، وعما إذا كان نوع الصندوق الاستثماري يؤثر على درجة التحفظ من عدمه.

وبذلك تتمثل مشكلة البحث في عدم وضوح أسلوب قياس التحفظ المحاسبي في صناديق الاستثمار إضافةً إلى عدم وضوح أثر الأزمات المالية على ذلك المستوى من التحفظ ومدى تماثل واختلاف مستوى التحفظ في صناديق الاستثمار في ضوء أهدافها الاستثمارية.

٢- فروض البحث:

- يقوم الباحث باختبار مدى صحة الفروض التالية:

الفرض الأول:

لا يوجد اختلاف معنوي لقدرة مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) عن مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) فى التعبير عن أداء صناديق الاستثمار

الفرض الثاني:

لا يوجد اختلاف معنوي لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار قبل و بعد الأزمات المالية.

الفرض الثالث:

لا يوجد اختلاف معنوي لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار الهادفة للنمو و صناديق الاستثمار الهادفة للدخل

٣- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

أ- تحليل المفاهيم المختلفة للتحفظ المحاسبي.

ب- تحليل الإطار العام للتحفظ المحاسبي.

جـ- تحليل الأطر الكمية المختلفة لقياس التحفظ المحاسبي.

د- تحليل ماهيه وشكل وراسمال وتصنيف صناديق الاستثمار.

هـ- دراسة العلاقة بين مكونات صناديق الاستثمار ومستوى تحفظها المحاسبي.

و- دراسة العلاقة بين أهداف صناديق الاستثمار ومستوى تحفظها المحاسبي.

ز- تقديم إطار مقترح لقياس التحفظ المحاسبي لصناديق الاستثمار.

٤- أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته مما يلي:

أ- تأثير التحفظ المحاسبي على قيم وثائق صناديق الاستثمار.

ب-أهمية صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين سواء المصريون أو العرب أو الأجانب اللذين يقومون بالتعامل على أسهم هذا القطاع الحيوي في البورصة المصرية بإعتباره أداة لتنويع الاستثمارات.

ج- ندرة الأبحاث التطبيقية التي تناولت موضوع البحث، الأمر الذي يشير إلى أهميته، حيث تعتبر هذه الدراسة أول دراسة تقوم باستخدام مؤشر مصر ٢٠ (A×20) كمقياس مرجعي لأداء صناديق الاستثمار.

د- تعاظم دور أسواق رأس المال على المستوى المحلي والدولي وبما استتبعه من تزايد أهمية تطبيق السياسات المحاسبية على التقارير المالية لصناديق الاستثمار.

هـ- تزايد أهمية مفهوم التحفظ المحاسبي في التقارير المالية نتيجة للمشكلات المحاسبية أو الأزمات المالية التي حدثت في بعض الشركات العالمية نتيجة الخروج عن هذا المفهوم.

و- لما كانت صناديق الاستثمار تنقسم إلى (نمو، دخل، متوازن)، ولم يتم قياس مستوى التحفظ في أي دراسة سابقة متعلقة بصناديق الاستثمار المصرية، مما يزيد من أهمية البحث، كما لم تتعرض أى منها إلى قياس مستوى التحفظ المحاسبي في صناديق الاستثمار الإسلامية عن غيرها من الصناديق.

٥- منهج البحث:

لتحقيق أهداف البحث، اعتمد الباحث في هذه الدراسة على جانبين أساسيين:

أ- الجانب النظري:

واعتمد فيه الباحث على المنهج الاستقرائي بغرض تحليل ما تضمنته الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث، والاستفادة من تحليل نتائجها لأغراض خدمة أهداف البحث.

ب- الجانب التطبيقي:

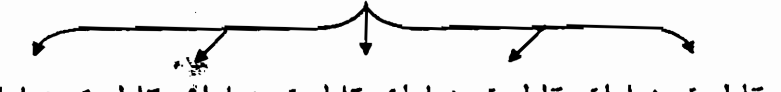
اعتمد الباحث على المسح المستندي للقوائم المالية لصناديق الاستثمار العاملة في السوق المصري خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠١١ حتى يتم تمثيل الفترة السابقة واللاحقة للأزمة المالية العالمية خلال عام ٢٠٠٨ تمثيلا متناسقاً وذلك بغية تحديد مستويات العوائد والمخاطر لتصنيفاتها المختلفة سواءاً كانت العوائد العادية ، الزائدة عن العوائد التوازنية في ضوء مستوى المخاطر الكلية والمنتظمة والخاصة لتلك الصناديق لتحديد معدل العائد السوقي من المخاطر الخاصة لكل صندوق في ظل الأزمة المالية تارةً وفي ظل نمط الصندوق تارةً أخرى.

٦- حدود البحث:

يعني البحث بدراسة عائد المخاطر الخاصة لصناديق الاستثمار كمقياس لمستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد الأزمة المالية العالمية (عام ٢٠٠٨م)، وعلى ذلك تشمل الدراسة صناديق الاستثمار العاملة في مصر عن الفترة من ٢٠٠٤م حتى ٢٠١١م.

٧- الدراسات السابقة:

يوضح الشكل رقم (١) التالي تقسيم الدراسات السابقة حسب علاقتها بموضوع البحث:



دراسات تناولت علاقة التحفظ بأسواق المال	دراسات تناولت علاقة التحفظ والقيمة العادلة بالأزمة المالية ومعايير المحاسبة	دراسات تناولت علاقة التحفظ بالحوكمة	دراسات تناولت علاقة التحفظ بتقرير مراقب الحسابات	دراسات محاسبية متعلقة بصناديق الاستثمار

- المصدر: من إعداد الباحث

شكل رقم (١)

تقسيم الدراسات السابقة حسب علاقتها بموضوع البحث

- تقسيم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث:

وفيما يلي يقدم الباحث عرضاً لتلك الدراسات:

أ- دراسات تناولت علاقة التحفظ بأسواق المال:

أ/١-دراسة (Ray et al., 2005)(٩)

تناولت هذه الدراسة إختباراً مبسطاً لتكلفة التعاقد، فى ضوء القيمة النسبية لنظريات المحاسبة، وذلك بإستخدام بيانات عن أهمية سوق رأس المال لـ ٢٢ دولة أوروبية. وأظهرت الدراسة أن نظرية التعاقد (أسواق الدين) تتنبأ بتحفظ مشروط، وأنه يوجد شعور غير متماثل نحو الاعتراف بتوقع الخسارة أعلى من توقع الأرباح، وأن هناك حساسية أكبر من الأرباح نحو العوائد السلبية أكثر من العوائد الإيجابية. وأنه على العكس تماماً. فى حاله نظرية القيمة النسبية (أسواق رأس المال)، توجد علاقة قوية ومتماثلة بين قيمة الأسهم والعائد منها. وأن نظرية التعاقد تتوقع تحفظ غير مشروط في حالة تدني الأرباح باستخدام نظرية التكلفة التاريخية.

أ/٢- دراسة (السهلي، ٢٠٠٦)(١٠)

أظهرت تلك الدراسة قلة درجة التحفظ المحاسبي في الشركات السعودية، ومع أن النتائج دلت بصفة عامة على أنه لا يوجد علاقة بين حجم الشركة والتحفظ المحاسبي، إلا أنها أظهرت أيضاً أن الشركات الكبيرة أقل تحفظاً من الشركات الصغيرة. كما أوضحت نتائج الدراسة أن قطاع البنوك يعتبر أقل تحفظاً مقارنة بالقطاعات الأخرى في السوق السعودي. وأن حجم المديونية لا يؤثر في درجة التحفظ المحاسبي بوجه عام وأخيراً أن الشركات أصبحت أكثر تحفظاً بعد تأسيس هيئة سوق المال السعودية.

أ/٣ - دراسة (Balachandran and Partha, 2008)(١١)

أكدت هذه الدراسة أن الشركات الأقل تحفظاً هي التي تعاني من انخفاض قيمة معلوماتها، بينما القيمة الملائمة لا تتغير بشكل ملحوظ في الشركات التي تزداد بها درجة التحفظ بسبب معالجة تكاليف البحوث والتطوير، مما يؤدي إلى توفير معلومات مفيدة يمكن لأسواق رأس المال الوثوق بها. نظراً لأن التحفظ يتطلب درجة عالية من التحقق، والتي تقلل من إمكانية الخطأ في القياس، وبالتالي فالمعلومات التي لا يمكن إثباتها أو التحقق منها بشكل كاف تكاد تكون منفعتها منعدمة.

أ/٤ - دراسة (xili, 2010)(١٢)

أختبرت هذه الدراسة مزايا ارتباط التحفظ المحاسبي بأسواق الأسهم العالمية، وتكلفة الديون. وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي توجد في دول تميل معاييرها أكثر إلى التحفظ المحاسبي عند إعداد تقاريرها المالية تكون تكلفة الديون فيها أقل والعائد على رأس المال أقل.

أ/٥- دراسة (أيمن ، ٢٠١٠) (١٣)

هدفت الدراسة إلى قياس الفروق في حجم ممارسات التحفظ المحاسبي المرتبطة بمخاطر الدعاوي القضائية بين الشركات المتهمة ظاهرياً بالتلاعب والشركات غير المتهمة بالتلاعب، وكشفت الدراسة عن أن مخاطر الدعاوي القضائية تحث الشركات المتهمة ظاهرياً بالتلاعب على ممارسة التحفظ

المحاسبي بمستويات مرتفعة بشكل جوهري إحصائياً، وارتباط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بعلاقة إيجابية جوهرية إحصائياً بالشركات المتهمة ظاهرياً بالتلاعب، وعدم زيادة مستويات التحفظ المحاسبي في الفترة اللاحقة لتطبيق القواعد التنفيذية لهيئة سوق المال، حيث يتوقع زيادة مخاطر الدعاوي القضائية، بالمقارنة بالفترة السابقة لتطبيقها.

ب- دراسات تناولت علاقة التحفظ والقيمة العادلة بالأزمة المالية ومعايير المحاسبة:

ب/١ - دراسة (Remco, 2008)[١٤]

إختبرت هذه الدراسة، كيفية تطور درجات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركات الأوروبية خلال الفترة من ١٩٩١ م- ٢٠٠٥م. وخلصت الدراسة إلى أن معلومات القوائم المالية للشركات الأوروبية قد أظهرت درجة من التحفظ على الميزانيات والأرباح خلال تلك الفترة، وأن هذا التحفظ قد تطور من سنة لأخرى. وأنه ليس هناك مؤشر على أن معايير المحاسبة الدولية قد خفضت من درجات التحفظ على الميزانية والأرباح.

ب/٢ - دراسة (شحاتة، ٢٠٠٨)[١٥]

إستهدفت هذه الدراسة تطوير إطار للمحاسبة عن عمليات توريق الأصول المالية في مصر يأخذ في الاعتبار تداعيات الأزمة المالية العالمية، على أن يراعى هذا الإطار معايير المحاسبة الدولية والمصرية وسمات بيئة الممارسة المحاسبية المصرية والقوانين واللوائح ذات الصلة. واختبار مدى قبول غالبية أصحاب المصلحة في المؤسسات المالية والشركات التي تزاول نشاط التوريق للإطار المقترح. وخلصت الدراسة أن مشاكل القياس والإفصاح المحاسبي عن نشاط التوريق لم تلق الاهتمام الكافي من جانب الباحثين والمنظمات المهنية في مصر، كما أن القيمة العادلة هي المقياس الأنسب لتحديد قيمة الأصول الجديدة والأصول المالية المحولة.

ب/٣ - دراسة (رضا إبراهيم، ٢٠٠٩)[١٦]

ناقشت هذه الدراسة إنعكاسات تطبيق معايير المحاسبة الدولية والمحلية والموجهة نحو القيمة العادلة على جودة المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية للشركات المدرجة في قطاع الخدمات المالية والبنوك في البورصة المصرية. وتم تصميم استمارة استقصاء لقياس أراء عينة من المديرين الماليين والمراجعين الخارجيين والمراجعين الداخليين للشركات المدرجة في قطاع الخدمات المالية والبنوك بالبورصة المصرية. وأثبتت الدراسة أن معايير المحاسبة بشكل عام والمعايير الموجهة نحو القيمة العادلة بشكل خاص ليس لها علاقة بنشوء الأزمة المالية العالمية، وإنما كانت إحدى الأدوات التي أظهرت وكشفت العيوب وسوء الإدارة وخصوصاً الإدارة الائتمانية.

ب/٤- دراسة (أشرف عبد البديع، ٢٠٠٩)(١٧)

ناقشت هذه الدراسة دور ومسئولية مهنة المحاسبة والمراجعة في أحداث الأزمة المالية العالمية، وكذا تداعياتها على المهنة في ظل الاتهامات التي تواجه مقاييس القيمة العادلة. وخلصت الدراسة إلى أنه لم يكن للمحاسبة أو معاييرها دور في حدوث تلك الأزمة المالية العالمية، وفي ذات الوقت فقد كان للأزمة تداعيات فورية على كل من فرض الاستمرارية وقياسات القيمة العادلة بما يخلق تحديات ومصاعب لممارس المهنة تجاه هاتين المسألتين في الوقت الحالي.

جـ- دراسات تناولت علاقة التحفظ بالحوكمة:

جـ/ ١- دراسة (Lubbering & Huijgen, 2006)(١٨)

قامت هذه الدراسة بمقارنة مستويات التحفظ المحاسبي في عينة من الشركات المقيدة بالبورصة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، وأثبتت الدراسة أن الشركات التي قامت بزيادة رأسمالها كانت أكثر تحفظاً عن غيرها التي لم تقم بزيادة رأسمالها، وأرجعت الدراسة ذلك إلى أن الشركات التي زادت من رأسمالها كانت أكثر تحفظاً نتيجة لإلزامها نفسها بقواعد الحوكمة بغرض جعل أسهمها أكثر جذباً للمستثمرين.

جـ/٢- دراسة (chen et al., 2007)(١٩)

قامت هذه الدراسة، بدراسة أثر التحفظ في معايير المحاسبة على التخفيف من حدة التلاعب في الأرباح. وقد أظهرت الدراسة أن الأرقام المحاسبية تخدم كلاً من الدور التقييمي للمحاسبة (من حيث قيام المستثمرون المحتملون باستخدام التقارير المحاسبية في تقييم المردود المتوقع لمستقبل الشركة)، والدور القيادي (من خلال قيام المساهمين الحاليين في الاعتماد على نفس التقارير المالية لرصد المخاطر التي تواجه الإدارة). وأن ملاك الشركات الحاليون لديهم الدافع لإدارة الأرباح. وإن التحفظ المحاسبي يساعد على تحسين فعالية أداء المعايير المحاسبية وبالتالي صحة تمثيل الأرباح المحاسبية في القوائم المالية.

جـ/٣ دراسة (إبراهيم، ٢٠١٠)(٢٠)

إختبرت هذه الدراسة أثر هيكل الملكية المؤسسية كآلية من آليات حوكمة الشركات ودورها في الرقابة على سلوك إدارة الشركات والذي ينعكس في زيادة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية. وقد أشارت النتائج الميدانية للدراسة التي تمت على الشركات المقيدة في السوق المالية السعودية أن زيادة نسبة ملكية مؤسسات الاستثمار في أسهم الشركات يرتبط معنوياً مع زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركات السعودية، مما يؤكد ضرورة تشجيع الاستثمار المؤسسي. حيث أن هذا النوع من الاستثمار لا يتعدى ١٠% من جملة الاستثمارات في السوق المالية السعودية.

جـ/٤- دراسة (Rahimah et al., 2010)[٢١]

تمت هذه الدراسة في ماليزيا بهدف دراسة أثر أدلة الإثبات على التحفظ المحاسبي، وعما إذا كان التحفظ يعمل كآلية من آليات الحوكمة والتي من شأنها تقليل التداخل في الوكالة وقد وجدت الدراسة أن المساهمين يشجعون الإتجاه نحو تقليل درجة التحفظ وأن عناصر الرقابة على التحفظ تتمثل في: حجم مجلس الإدارة، استقلاله، المراجعون، نسبة سعر السهم السوقية: الدفترية، وطبقاً لأساس الاستحقاق فإن قياس التحفظ يتم أساساً عن طريق الربحية. وأشارت النتائج إلى أن التحفظ المحاسبي ليس أداة حوكمة فعالة إذا تم إدارته من خلال سيطرة كبار المساهمين.

د- دراسات تناولت علاقة التحفظ بتقرير مراقب الحسابات:

د/١- دراسة (Elsie c. Ameen et al., 1994)[٢٢]

تمت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية المتداولة أسهمها خارج البورصة، لبيان أثر تحفظات مراقبي الحسابات على أسعار الأسهم. وخلصت الدراسة إلى وجود رد فعل سلبي وجوهري على أسعار الأسهم عند الإعلان عن تحفظات مراقبي الحسابات بإعتبار أن هذه التحفظات لها محتوى معلوماتي مؤثر.

د/٢ - دراسة (Amir zin and Nahum D. Melumad, 1997)[٢٣]

قامت هذه الدراسة بتحليل مدى رد فعل سوق الأسهم لتحفظات مراقبي الحسابات بعد تقسيم هذه التحفظات إلى مجموعتين، الأولى: تحفظات يمكن تجنبها، الثانية: تحفظات لا يمكن تجنبها. وانتهت الدراسة إلى أن تأثير التحفظات مختلف، فالتحفظات التي لا يمكن تجنبها كان تأثيرها بالسلب على أسعار الأسهم، والعكس بالنسبة للتحفظات التي يمكن تجنبها كان تأثيرها موجباً على أسعار الأسهم.

د/٣- دراسة (د. صفوت الدويري، ٢٠٠٨)[٢٤]

قامت الدراسة بفحص أثر تحفظات مراقبي الحسابات على أسعار الأسهم في البورصة المصرية، وذلك بإختبار تأثير الإعلان عن تحفظات مراقبي الحسابات لعدد ٤١ شركة على أسعار الأسهم مقاسة بالعوائد غير العادية، وذلك باستخدام بيانات يومية عن أسعار الأسهم ومنهجية دراسة الحدث من خلال فترة حدث بلغت ٢٥ يوم، تمثل يوم الإعلان عن الحدث – تحفظات مراقبي الحسابات -بالإضافة إلى ١٢ يوم قبل الحدث و١٢ يوم بعد الحدث. وتم حساب العوائد غير العادية للأسهم، والتي تعكس أداء الأسهم باستخدام نموذج السوق. وقد توصلت الدراسة إلى أن الإعلان عن تحفظات مراقبي الحسابات ليس له تأثير جوهري على أسعار الأسهم في البورصة المصرية، سواء في يوم الإعلان عن التحفظات أو الفترة التي قبله أو الفترة التي بعده.

د/٤- دراسة (د. صفوت الدويري، ٢٠٠٩)[٢٥]

فحصت الدراسة مدى تأثير التحفظات في تقرير مراقب الحسابات على قرار عزل المراقب عقب إصدار هذه التحفظات، وهل يختلف قرار عزل مراقب الحسابات عقب إصدار التحفظات بإختلاف إسم مكتب المراجعة الذي ينتمي إليه مراقب الحسابات القائم بعملية المراجعة. وتمت هذه الدراسة من خلال فحص عينة عشوائية من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠٠٢م – ٢٠٠٨م، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين نوع تقرير مراقب الحسابات (التقرير غير المتحفظ – التقرير المتحفظ) وبين قرار عزل مراقب الحسابات في بيئة المراجعة المصرية، كما لا توجد اختلافات معنوية في قرار عزل المراقب عقب إصدار التقرير المتحفظ باختلاف اسم مكتب المراجعة الذي ينتمي إليه مراقب الحسابات القائم بعملية المراجعة.

هـ- دراسات محاسبية متعلقة بصناديق الاستثمار:

هـ/١ – دراسة (د.مختار أبو شعيشع، ١٩٩٦)[٢٦]

قامت هذه الدراسة بإيضاح لاستخدام المراجعة الإدارية في صناديق الاستثمار، من خلال دراسة المشاكل التي تحد من نجاح تلك الصناديق في إدارة استثماراتها ومنها: عدم ملاءمة أسس الإعتراف وتحقق الإيراد الواردة بمعايير المحاسبة الدولية لطبيعة نشاط تلك الصناديق، وكذا إفتقار صناديق الاستثمار لأساليب ملائمة للتنبؤ بقيمة عوائدها، وعدم وجود قوائم للتدفقات النقدية المستقبلية مما يحدث فجوة بين السيولة النقدية والاستردادات المحتملة لوثائق الاستثمار، بالإضافة إلى عدم وجود أدوات رقابية كافية لتقييم أفضلية أداء إدارة تلك الصناديق. واقترحت الدراسة مدخلاً إضافياً يرتكز على مقياس التكاليف، ودوران محفظة الأوراق المالية كأساليب لازمة للمراجع الإداري لأغراض تقييم أفضلية أداء إدارة صناديق الاستثمار.

هـ/٢- دراسة (د.ممدوح صادق، ٢٠٠٢)[٢٧]

تناولت الدراسة تقييم الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار في مصر، وتحديد مدى كفاية المتطلبات الأساسية والتطبيقية للإفصاح المحاسبي لتلك الصناديق، وتم تصميم إستمارة إستقصاء موجهة لعينة من الشركات ومحللي الاستثمار في صناديق الاستثمار. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار لا يفي بالمتطلبات الأساسية التي حددتها الجهات المختصة، وأن الإفصاح يتسم في مضمونه بالطابع القانوني.

هـ/٣ – دراسة (د. سهير الطنملي، ٢٠٠٤)[٢٨]

قامت هذه الدراسة بحصر مشاكل مراجعة صناديق الاستثمار، من خلال دراسة قيمة التغير في بعض بنود القوائم المالية في ٢٠٠٣/١٢/٣١ مقارنة بمثيلتها في ٢٠٠٢/١٢/٣١ – من حيث أعلى قيمة

لمعدلات النمو منذ بدء مزاولة النشاط حتى ٢٠٠٣/١٢/٣١ مع أخذ التوزيعات النقدية في الاعتبار- وانتهت الدراسة إلى أن النظام المحاسبي لصناديق الاستثمار لا يختلف عن غيره من الوحدات الاقتصادية الأخرى، وأن مراجعة حسابات صناديق الاستثمار تستهدف في المقام الأول حماية أموال المستثمرين، وأنه يمكن للمراجع التغلب على الصعوبات التي تواجهه أثناء مراجعته لحسابات صناديق الاستثمار عن طريق استخدام النظم المتقدمة للمراجعة باستخدام الحاسب الآلي.

هـ/٤ – دراسة (Yaman and sinan, 2006)[٢٩]

إستهدفت الدراسة بيان العلاقة بين الخصائص العامة لمجلس إدارة صناديق الاستثمار وخصائص المديرين المستقلين من جهة، وحجم الرسوم الاستشارية من جهة أخرى، وذلك في ضوء حوكمة صناديق الاستثمار. وانتهت الدراسة إلى أن مجالس إدارات صناديق الاستثمار تقوم بتعديل استراتيجيات الرسوم الاستشارية تبعاً لآليات السوق، كما أن تلك المجالس تميل إلى تحسين قواعد الحوكمة، وأن زيادة درجة استقلال المديرين التنفيذيين تحقق تحسن جوهري في قواعد حوكمة صناديق الاستثمار.

هـ/٥ – دراسة (د. فراج محمد، ٢٠٠٨)[٣٠]

تناولت الدراسة تقييم مدى ملاءمة الشكل الحالي للاستثمار المؤسسي لطبيعة سوق الأوراق المالية المصرية، وذلك من خلال تحديد طبيعة العلاقة بين متوسط عائد الاستثمار المؤسسي، ومتوسط عائد الاستثمار في السوق المصري، وتم إجراء دراسة تطبيقية على جميع صناديق الاستثمار العاملة في السوق المصري من ٢٠٠٤ – ٢٠٠٧. وانتهت الدراسة إلى عدم وجود فروق معنوية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية ومتوسط عائد السوق.

هـ/٦– دراسة (د. عادل الميهي، ٢٠٠٩)[٣١]

استهدفت الدراسة إجراء دراسة تحليلية مقارنة لقواعد الإفصاح والشفافية الواردة في لائحتي صناديق الاستثمار السعودية والمصرية الجديدتين، وبيان أثر هذه القواعد الجديدة على أداء صناديق الاستثمار. وباستخدام عينة من صناديق الاستثمار السعودية والمصرية، وإجراء الاختبارات الإحصائية عليها، تبين أن القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية لصناديق الاستثمار السعودية والمصرية أدت إلى تحسين أداء هذه الصناديق.

ومن استقراء الدراسات السابقة يلاحظ الباحث ما يلي:

- بعض هذه الدراسات قد تمت في الخارج، وفي بيئات مختلفة تتميز بخصائص تختلف عن خصائص البيئة المصرية.
- النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات جاءت مختلفة ومتضاربة – خاصة في اثر القيمة العادلة على التحفظ –، وبالتالي يكون من الصعب تعميمها على البيئة المصرية.
- أن هناك علاقة طردية بين قيمة المعلومات ودرجة التحفظ.

- أن المعايير الموجهة نحو القيمة العادلة ليس لها علاقة بنشوء الأزمة المالية العالمية، وأن كان لتلك الأزمة تداعيات على فرض الاستمرارية وقياسات القيمة العادلة.
- التحفظ المحاسبي يساعد على تحسين فعالية أداء المعايير المحاسبية، وبالتالي صحة تمثيل الأرباح المحاسبية في القوائم المالية.
- أن الإعلان عن تحفظات مراقبي الحسابات ليس له تأثير جوهري على أسعار الأسهم في البورصة المصرية.
- الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار يتسم في مضمونه بالطابع القانوني.
- لا توجد فروق معنوية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار المصرية ومتوسط عائد السوق.
- أدت القواعد الجديدة للإفصاح والشفافية لصناديق الاستثمار إلى تحسين أدائها.
- عدم تعرض أى من الدراسات السابقة لقياس التحفظ في صناديق الاستثمار بالرغم من كثرة الدراسات التي تناولت التحفظ من زوايا مختلفة.

٨- خطة البحث:

لتحقيق أهداف البحث، تم تقسيمه على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار العام للبحث.

المبحث الثاني: الأشكال المختلفة لصناديق الاستثمار.

المبحث الثالث: الإطار العام للتحفظ المحاسبي.

المبحث الرابع: الدراسة التطبيقية.

المبحث الخامس: النتائج والتوصيات.

- قائمة المراجع.
- ملاحق البحث.

المبحث الثاني
الأشكال المختلفة لصناديق الاستثمار

مقدمة:

تلعب صناديق الاستثمار فى الأسهم والسندات دوراً مهماً فى أسواق المال فى العالم كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات وإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة. والمستثمرون المستهدفون لهذه الصناديق هم اللذين لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية أو تتوافر لهم الموارد المالية، ولكن تنقصهم الخبرة والدراية، أو ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحافظ.

وتعتبر الأوراق المكونة لمحفظة الصندوق ذات تداول عام مثل الأسهم والسندات وأذون الخزانة، وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق معينة داخل المحفظة، وإنما يتمثل حقه فقط فى حقه فى المحفظة ككل يحصل في مقابلها على وثيقة دالة لذلك.

ولخدمة أهداف البحث، فإن الباحث سيتناول النقاط التالية فى هذا البحث.

١- ماهية صندوق الاستثمار.
٢- شكل صناديق الاستثمار.
٣- أهداف صناديق الاستثمار.
٤- رأسمال صناديق الاستثمار.
٥- تصنيف صناديق الاستثمار.

١) ماهية صندوق الاستثمار:

لا تخرج صناديق الاستثمار عن كونها إدارة جماعية لمحافظ الأوراق المالية، ولذلك فالارتباط وثيق بين الصناديق وبورصة الأوراق المالية التي تستثمر فيها أصول تلك الصناديق، كما تنطبق نفس قواعد إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية على تلك المحافظ الجماعية مع بعض الاختلافات الفنية والمحاسبية [٣٢].

ويعرف البعض[٣٣] صناديق الاستثمار بأنها "**وعاء مالي يسعى إلى تجميع واستثمار مدخرات الأفراد فى وثائق استثمار من خلال جهة ذات خبرة متخصصة فى إدارة محفظة الأوراق المالية بهدف تقليل مخاطر الاستثمار وتعظيم العائد**".

ويرى الباحث أن صندوق الاستثمار ما هو إلا وعاء مالي يستقطب الأموال من مصادر لديها فائض لضخها فى استثمارات تحتاج إلى هذا الفائض فى شكل محفظة أوراق مالية بهدف تعظيم العائد مع تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن.

٢) شكل صناديق الاستثمار: [٣٤]

أ- صناديق استثمار الشركات المساهمة:

هي صناديق مغلقة تأخذ شكل الشركات المساهمة برأسمال نقدي، وتتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة.

ب- صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين:

وهي صناديق مفتوحة تنشئها البنوك أو شركات التأمين كأحد أوجه نشاطها، ولا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن مالكها، وإن كانت تتمتع بالاستقلال التام فى حيازتها وإدارتها.

٣) أهداف صناديق الاستثمار:

حددها القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية بأنها استثمار أموال الصندوق فى الأوراق المالية، ويحظر عليه[٣٥]:

أ- مزاولة أية أعمال مصرفية، وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة فى العملات والمعادن النفيسة.

ب- التعامل فى القيم المنقولة الأخرى، أو فى غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص خاص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، وفى حدود نسبة الاستثمار التي يقررها.

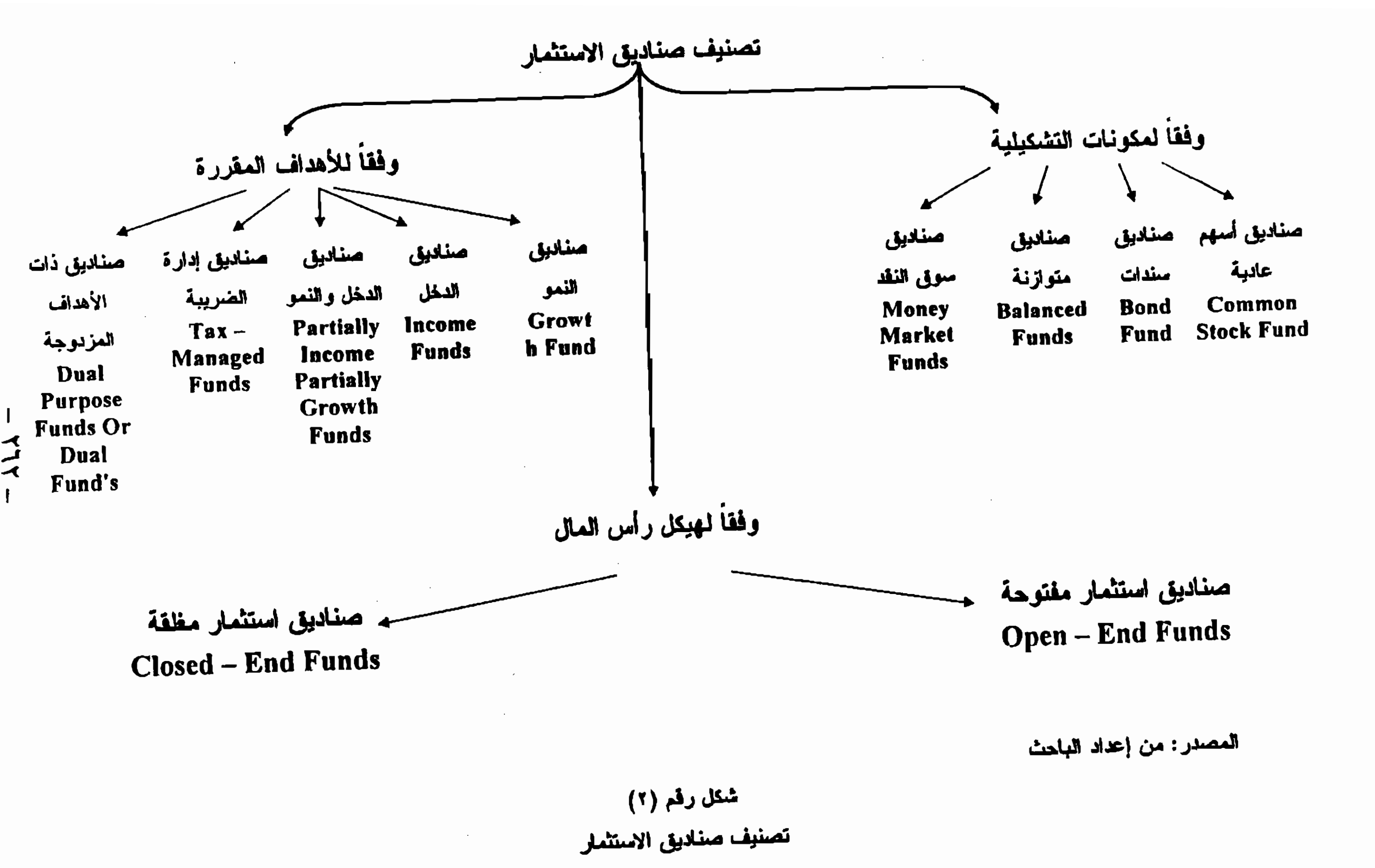
٤) رأسمال صناديق الاستثمار: [٣٦]

يجب ألا يقل رأسمال صناديق استثمار الشركات المساهمة أو البنوك أو شركات التأمين عن خمسة ملايين جنيه مصري مدفوعة بالكامل، وأن تكون أموالها وأنشطتها مفرزة عن أموال البنك أو شركة التأمين، وأن تكون حساباتها مستقلة عن الأنشطة الأخرى، أو ودائع العملاء أو أموال أصحاب وثائق التأمين، وأن يتم إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة النشاط.

٥) تصنيف صناديق الاستثمار:

يوضح الشكل رقم (٢) التالي تصنيف صناديق الاستثمار:

- وفقاً لمكونات التشكيلة.
- وفقاً لهيكل رأس المال.
- وفقاً للأهداف المقررة.



المصدر: من إعداد الباحث

شكل رقم (٢)
تصنيف صناديق الاستثمار

وفيما يلي يقدم الباحث سرداً موجزاً لتصنيف صناديق الاستثمار :

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لهـا، كمـا يمكـن تصنيفها على أساس هدف الصندوق وفقا لهيكل راس المال وذلك على النحو التالي: [٣٧]

١/٥ تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة.

يمكن تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار إلى:

١/١/٥ صناديق الأسهم العادية "Common Stock Fund"

وهي الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجـة عاليـة مـن النمو، سواء في صناعة معينة أو في منطقة جغرافية معينة.

٢/١/٥ صناديق السندات "Bond Fund"

وهي الصناديق التي تتكون من سندات فقط، سواء السندات التي تصـدرها منشـآت الأعمـال أو السندات التي تصدرها الحكومة أو كليهما.

٣/١/٥ الصناديق المتوازنة "Balanced Funds"

وهي تلك الصناديق التي تشتمل على مزيج من الأسهم العادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلـى أسـهم عاديـة وأسهم ممتازة.

٤/١/٥ صناديق سوق النقد "Money Market Funds"

ويقصد بها الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي عـادة مـا تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق، ومن أمثلة الأوراق المالية قصيرة الأجـل أذون الخزانـة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية.

٢/٥ تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة:

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريقة تجذب له فئة معينة من المستثمرين وفقاً لهـدف كـل منهم وذلك على النحو التالي:

١/٢/٥ صناديق النمو "Growth Funds"

يهدف القائمون على إدارة هذه الصناديق إلى تحسين القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكـون منهـا الصندوق من خلال الاستثمار في أسهم عادية لمنشآت تابعة لصناعات عالية النمو، أو لمنشآت معينـة داخل هذه الصناعات تتسم بالنمو في المبيعات والأرباح المتميزة.

٢/٢/٥ صناديق الدخل "Income Funds"

تناسب هذه الصناديق المستثمرين اللذين يعتمدون على عائد استثماراتهم فى تغطية أعباء معيشتهم، لذا عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة.

٣/٢/٥ صناديق الدخل والنمو "Partially Income, Partially Growth Funds"

تستهدف هذه الصناديق المستثمرين اللذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم فى تغطية أعباء المعيشة ويرغبون فى الوقت نفسه فى تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم.

٤/٢/٥ صناديق إدارة الضريبة "TAX – Managed Funds"

ويقصد بها الصناديق التي لا تجري توزيعات على المساهمين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من إرباح ، فى مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالتالي لا يتم سداد ضرائب لعدم حصول المستثمر على توزيعات نقدية.

٥/٢/٥ الصناديق ذات الأهداف المزدوجة "Dual – Purpose Funds"

وهي الصناديق التي تهدف إلى تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرين اللذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم لتغطية أعباء معيشتهم و المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم، ويصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم: أسهم دخل "Income Shares" ، وأسهم نمو "Growth Shares" .

٣/٥ وفقاً لهيكل رأس المال:(٣٨)

١/٣/٥ صناديق الاستثمار المفتوحة "Open – End Funds"

تتميز هذه الصناديق بأن حجم الأموال المستثمرة فيها غير محدد، كما أن عدد وثائق المحافظ المالية لهذه الصناديق غير ثابت وغير محدد، كما يحق للمستثمرين فيها بيع وثائقهم بعد إخطار قصير لا يتجاوز الأسبوع وتكون هذه الصناديق دائماً مستعدة لرد قيمة وثائق الاستثمار عند الطلب ، ولا يجوز

لها قيد أو تداول وثائقها فى سوق الأوراق المالية، ولكن يتم الشراء والاسترداد عن طريق الصندوق ووكلائه، وذلك بموجب الإعلان الدوري عن قيمة الوثيقة.

وقد أجاز القانون للبنوك وشركات التأمين تأسيس وإنشاء صناديق الاستثمار المفتوحة ولم يجز لها إنشاء صناديق الاستثمار المغلقة.

٥/٣/٢ صناديق الاستثمار المغلقة "Closed – End Funds"

وسميت كذلك لأن عدد الوثائق التي تصدرها تلك الصناديق ثابت ولا يتغير، وتتميز هذه الصناديق بأنها محددة القيمة والحجم والهدف والعمر، وبالتالي تكون وثائقها الاستثمارية ذات أجل محدد أيضاً، وتنتهي بانتهاء مدة الصندوق ، ويتم حينئذ استرداد قيمتها من الجهة المنشئة للصندوق وتوزيع عوائدها على المستثمرين. وتطرح وثائق هذه الصناديق للبيع عن طريق وكلاء الصندوق، ويتم تداولها عن طريق بورصة الأوراق المالية.

مما سبق يتضح أن صناديق الاستثمار عبارة عن وعاء مالي يمتلكه عدد كبير من المستثمرين، ويدار بواسطة خبراء متخصصين يحددون أفضل الشركات التي يمكن الاستثمار بها لضمان أفضل عائد ممكن، وتحتوي محفظة الصندوق على العديد من الأسهم والسندات وغيرها، وبالتالي يحصل المستثمر على ميزة التنويع ومخاطر أقل نسبياً من مخاطر الاستثمار المباشر فى البورصة، وبذلك يتضح أن نشاط صناديق الاستثمار له طبيعة خاصة مختلفة عن سائر الأنشطة الأخرى.

المبحث الثالث

الإطار العام للتحفظ المحاسبي

مقدمة:

يعد مبدأ الحيطة والحذر، أو التحفظ المحاسبي من أهم المبادئ المحاسبية المؤثرة عند إعداد القوائم المالية. ويعتبر التحفظ المحاسبي إنعكاس للشفافية مما جعله يحظى باهتمام متزايد عالمياً. وقد حظى هذا الموضوع في مصر بأهمية خاصة لسببين رئيسيين(٣٩):

الأول: الإسهام في الحقل البحثي المحاسبي بدراسة التحفظ المحاسبي في بيئة مختلفة من الناحية التنظيمية والتشريعية مقارنة بالبيئات الأخرى.

الثاني: ضرورة تحديد درجة التحفظ المحاسبي في الشركات المصرية، ومدى التغير في حجم ممارسات التحفظ المحاسبي مع تطبيق القواعد التنفيذية لهيئة سوق المال.

وسيحاول الباحث في هذا المبحث وضع تصور لإطار محاسبي للتحفظ من خلال تناول النقاط التالية:

١- التطور التاريخي للتحفظ المحاسبي ومفهومه.

٢- أنواع التحفظ المحاسبي.

٣- أهمية التحفظ المحاسبي.

٤- دور التحفظ المحاسبي في أسواق رأس المال.

٥- طرق قياس التحفظ المحاسبي.

١- التطور التاريخي للتحفظ المحاسبي ومفهومه:

يرى (watts) (٤٠) أن التحفظ المحاسبي أحد المبادئ التي أثارت الجدل منذ بداية القرن إلى يومنا هذا. وتطور التحفظ المحاسبي خلال مراحل متعددة من القرن العشرين، من خلال الربط بينه وبين التطورات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي أثرت على الفكر والممارسة المحاسبية، حيث اعتبر Basu(٤١)، أن التحفظ المحاسبي قد أثر على الممارسة المحاسبية منذ أكثر من خمسمائة عام، إذ أوضحت السجلات التاريخية للعمليات التجارية تحفظ المحاسبة في أوائل القرن الخامس عشر. ويشير (Basu) إلى التحفظ بمعنى أنه "من المتوقع استجابة الأرباح المحاسبية للأخبار غير السارة (الخسائر المتوقعة) بشكل أسرع وأكثر تكاملاً مما تستجيب به للأخبار السارة (المكاسب المتوقعة). وهذا يعني أن الأرباح تتطلب درجة عالية من التحقق حتى يمكن الإعتراف بها وذلك على عكس الخسائر.

وعرف (FASB) التحفظ المحاسبي – كما جاء في بيان مفاهيم المحاسبة المالية رقم (٢) – بأنه رد فعل حذر لضمان أن عدم التأكد والمخاطر الملازمة لمواقف الأعمال تم أخذها في الاعتبار بدرجة كافية(٤٢). وكان أول تعريف للتحفظ المحاسبي تم بواسطة (Bliss, 1924) (٤٣) والذي فسره على أنه

"عدم توقع الربح مع استباق كل الخسائر". وهذا يعني عدم الاعتراف بالأرباح قبل أن تكون هناك مطالبة قانونية من شأنها التحقق الفعلي من هذه الأرباح المتولدة.

وعرفه (watts) [٤٤] على أنه "التحقق من الفروق المطلوبة للاعتراف بالأرباح مقابل الخسائر". وهذه المعالجة غير المتماثلة لنتائج الأرباح والخسائر يمكن فهمها من خلال تقليل قيمة صافي الأصول وعدم المبالغة في الأرباح.

ويعرف البعض [٤٥] التحفظ بأنه "عدم توقع الأرباح مع توقع كافة الخسائر". وهذا يعني عدم المبالغة في الأرباح حيث إذا تبين أن الأرباح الظاهرة في القوائم المالية أكبر من الأرباح الفعلية، وبالتالي سيترتب على هذا توزيع أرباح من رأس المال وبالتالي تخفيض رأسمال المشروع. وعلى هذا يعني التحفظ المحاسبي" عدم تسجيل الأرباح في الدفاتر حتى يتم تحقيقها وتوقع أي خسارة في المستقبل القريب.

ومع أن التحفظ هو سمة مهمة للمحاسبة في كل أنحاء العالم، ولمنظمي سوق المال، وواضعي المعايير والأكاديميين. ظهرت الفقرة التالية في أجتماع مشترك لـ FASB و IASB في عام ٢٠٠٥[٤٦].

"What is the role of conservatism? Does it conflict with neutrality?
If not, why not ? why keep it?
"financial information need to be neutral – free from bias intended to influence a decision or outcome. To that end, the common conceptual framework should not include conservatism or produce among the desirable qualitative characteristics of Accounting information, However, the framework should note the continuing need to be careful in the face of uncertainty".

ما هو دور التحفظ ، هل يتماشى مع الحيادية ، إذا لم ، فلماذا لا ؟ ولماذا نتمسك به ؟

المعلومات المالية تحتاج الى ان تكون حيادية– خاليه من التحيز ، تميل الى التأثير على القرار او النتائج . ولهذا الحد ، الاطار الفكرى العام لا يجب أن يتضمن التحفظ او ينتج من خلال الخصائص الكيفية المرغوبه للمعلومات المحاسبية ، وعلى ذلك ، الاطار يجب أن يتضمن بعناية الاحتياجات المستمرة فى مواجهة عدم التأكد .

ويرى البعض [٤٧] أنه على الرغم من أن التحفظ المحاسبي يفسر الاعتراف المتسارع بالخسائر، إلا أنه يمكن تفسيره في ضوء الاعتراف المؤجل بالمكاسب.

ويرى الباحث أنه على الرغم من بذل جهود كبيرة لتغيير مفهوم التحفظ المحاسبي ليصبح أكثر رسوخاً وعمقاً في الممارسات المحاسبية إلا أنه يمكن تعريفه من خلال القاعدة: "إنه عندما يكون هناك شك حقيقي متعلق ببديلين أو أكثر يجب اختيار البديل الأقل تأثيراً على حقوق الملكية".

٢- أنواع التحفظ المحاسبي:

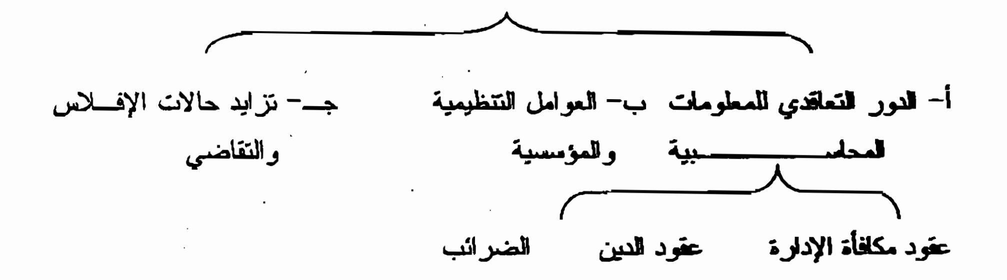
ميزت دراسات التحفظ المحاسبي بين نوعين هما:

تحفظ غير مشروط Unconditional conservatism	تحفظ مشروط Conditional conservatism
هو التحفظ الذي ينتج عن اختيار طريقة محاسبية معينة منذ البداية عند معالجة الأصول والالتزامات والتي ينتج عنها ظهور قيمة دفترية لصافي الأصول أقل من القيمة السوقية على مدار عمر هذه الأصول أو الالتزامات مثل: - الاعتراف الفوري لمصروفات البحوث والتطوير بدلاً من رسملتها. - الإهلاك المعجل بدلاً من القسط الثابت عند حساب إهلاك الأصول الثابتة.	هو التحفظ الذي ينتج عن تخفيض القيمة الدفترية لصافي الأصول عند حدوث بعض الظروف غير المرغوب فيها، مع عدم حدوث العكس. مثل: - إتباع طريقة التكلفة أو السوق أيهما أقل عند تقييم المخزون. - طريقة معالجة الأضمحلال في قيمة الأصول طويلة الأجل.

ويتفق الباحث مع (Pae)[٤٨] في أن كلا النوعين متكاملين غير مستقلين ويكونان معاً التحفظ المحاسبي بوجه عام، حيث يؤديان إلى نفس النتائج، من حيث إنخفاض الربح والقيمة الدفترية لحق الملكية، كما أنهما يرتبطان بنفس المجموعة من الدوافع مثل التعاقدات، والمسئولية القانونية وغيرها، كما أن الدراسات لم تفرق بين هذين النوعين عند قياس التحفظ المحاسبي.

٣- أهمية التحفظ المحاسبي:

يوضح الشكل رقم (٣) التالي العوامل والتفسيرات التي ساعدت على ازدياد أهمية التحفظ المحاسبي:



شكل رقم (٣)

عوامل تزايد أهمية التحفظ المحاسبي

- المصدر: من إعداد الباحث

ويقوم الباحث فيما يلي بتوضيح للشكل السابق:

أ- الدور التعاقدي للمعلومات المحاسبية: (contracts).

يمكن القول بأن التحفظ المحاسبي نشأ كجزء من عملية التعاقد الكفء لمقابلة عدم التماثل في المعلومات بين المنشأة والأطراف الخارجية، بإعتبار أن معظم عقود المنشأة تبرم وتنفذ وفقاً لرقم الربح المعد طبقاً للمبادئ المحاسبية، والتي في ظلها تتمتع الإدارة بحرية الإختيار من بين هذه المبادئ المحاسبية، مما قد يمكنها من إختيار السياسات التي تخفض أو تزيد من رقم الربح المتخذ أساساً للتعاقد (إدارة الأرباح)، وتنقسم العقود التي تبرمها المنشأة مع الأطراف الأخرى إلى:

أ/١- عقود مكافآت الإدارة Management Compensation

يمكن تصور درجة التحفظ التي تلجأ إليها الإدارة كما يلي[٤٩]:

- تحفظ اختياري على أساس علاقة التعاقد بين الإدارة والمساهمين.
- تحفظ ملائم لتحقيق رقم الربحية المرضى لكافة الأطراف.
- تحفظ مؤقت باعتبار أن هذه العقود قد تتغير شروطها من وقت إلى آخر.
- تحفظ جزئي على أساس تركيز هذه العقود على بنود وعناصر محددة.

أ/٢ - عقود الدين Debt Convention

يفضل الدائنون استخدام تقارير مالية متحفظة لإجراء عقود الدين، وذلك لأن التحفظ المحاسبي يقدم إنذاراً مبكراً لاحتمالية إنتهاك المدينون لعقود الدين، وبالتالي يمكن للدائنين استخدام الإجراءات الوقائية اللازمة لحماية أنفسهم مثل: زيادة مبلغ القسط، تعجيل فترة السداد، الحصول على ضمانات أكثر... إلخ. وعلى الجانب الآخر يختار المدينون المستوى المثالي للتحفظ عند إعداد تقاريرهم المالية استناداً على التكلفة والعائد، وذلك تجنباً لتحمل تكاليف إضافية نتيجة التأخر في السداد[٥٠].

أ/٣ - الضرائب:

يمكن أن تؤدي الضرائب إلى حدوث تقرير مالي متحفظ لتخفيض الأرباح، وذلك بتعجيل الاعتراف بالأعباء والخسائر المتوقعة، أو تأجيل الدخل لتقليل القيمة الحالية للضرائب، ويرى البعض[٥١] إنه يتوقع زيادة الطلب على التقارير المتحفظة في الشركات الرابحة المتوقع زيادة عبء الضريبة عليها.

ب- العوامل التنظيمية والمؤسسية:

يعد شكل التنظيم المهني أحد العوامل التي تؤدي إلى إتباع سياسات محاسبية أكثر تحفظاً، لذا يكون لدى القائمون على وضع المعايير المحاسبية دوافع ليكونوا أكثر تحفظاً، لأن الخسائر الناتجة عن المبالغة في تقييم الأصول والدخل قد تستخدم في العملية السياسية بشكل أكبر من المكاسب[٥٢].

جـ- تزايد حالات الإفلاس والتقاضي:

نتيجة لتعرض العديد من الشركات لحالات إفلاس نتيجة لأزمات مالية، تمسك المحاسبون بالتحفظ بهدف حماية أنفسهم، حيث قد يتخذ حملة الأسهم المغالاة في الأرباح والأصول ذريعة للتقاضي لاسترجاع خسائرهم[٥٣].

٤- دور التحفظ المحاسبي في أسواق رأس المال:

"على الرغم من أن مشروع الإطار الفكري المشترك بين IASB وFasb، يرى أنه يجب ألا يكون التحفظ المحاسبي أو الحيطة والحذر من بين الخصائص النوعية المرغوبة للمحاسبة لأنه يؤدي إلى سيادة وجهة نظر الدائنين، كما يؤدي إلى قياس غير دقيق للأداء، إلا أنه يجب الاستمرار في الحذر عند مواجهة عدم التأكد.

ويؤيد البعض صحة المقولة التالية: [٥٤]

"conservatism is under attack from certain circles. For example, some (including even the FASB) are now suggesting it may be better to abandon conservatism in order to show more unbiased financial statements."

"يتعرض التحفظ المحاسبي لهجوم من بعض الدوائر. فعلى سبيل المثال (البعض حتى مجلس المعايير المحاسبية) يوحوا إلى أنه قد يكون من الأفضل التخلي عن التحفظ لأغراض إظهار المزيد من القوائم المالية غير المنحازة".

ويرى البعض[٥٥] أن السياسات المحاسبية المتحفظة تؤدي إلى معلومات أكثر موثوقية، كذلك فالتحفظ يحقق الموضوعية، وبالتالي فإن المعلومات غير الموثوقة بشكل كاف تنعدم منفعتها لاتخاذ القرار، بما يعني أن التحفظ المحاسبي له دور هام في تحقيق كفاءة القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأرباح المحتملة في المستقبل من العوامل الحاكمة للتنبؤ بسلوك أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً. وتتأثر هذه الأرباح بسياسة التحفظ، حيث أن تطبيقها يؤدي إلى إنخفاض الأرباح الحالية وزيادة الأرباح المستقبلية. مما يعني تأثير سياسة التحفظ على أسعار الأسهم وبالتالي قرارات المستثمرين.

كما يرى البعض الآخر[٥٦] أن التحفظ المحاسبي يساعد المنشأة على عرض محتوى إعلامي كاف لأسعار الأوراق المالية.

وعلى هذا يمكن إيجاز دور التحفظ المحاسبي في أسواق رأس المال كالآتي:-

٤/١- التحفظ يخفض عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والأطراف الأخرى ذات العلاقة بالمنشأة:

يرى البعض[٥٧] أن المحاسبة المتحفظة وسيلة تستخدم في معالجة المشكلات المختلفة بين الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة والتي قد تنشأ بسبب عدم تماثل المعلومات، كما أن التحفظ يساعد المساهمين على تخفيض مشاكل الوكالة بينهم وبين المديرين من خلال:

- أن التحفظ يوفر إلتزام تعاقدي بين الملاك والمديرين، مما يساعد علـــى التقيـــيم الســـليم لأداء المنشأة.
- أن الاعتراف بالخسارة في الوقت المناسب، يساعد حملة الأسهم في اتخاذ إجراءات مناســـبة حيـــال الإدارة.
- أن التحفظ يحد من قدرة المديرين لتأجيل الخسارة ويمنعهم من الحصول على مكافآت زائدة.

٢/٤- التحفظ يقلل تكلفة حقوق الملكيةفي أسواق رأس المال:

يؤكد البعض(٥٨) على أن عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين، تؤدي إلى زيادة تكلفة رأس مال حقوق الملكية، حيث أن المستثمرين يرغبون في تحقيق عائد أكبر نتيجـــة تحملهـــم بعـــض المخاطر بسبب عدم توافر بعض المعلومات المتوفرة للمديرين، لذلك يرتفـــع الطلـــب علـــى الـــتحفظ المحاسبي من جانب المستثمرين لتخفيض عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تخفيض تكلفـــة رأس مـــال حقوق الملكية، وهو ما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

٣/٤- التحفظ يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية:

يرى البعض(٥٩) أن التحفظ يساعد أسواق رأس المال على تمييز الشركات التي تعمل بشكل كفء عن غيرها غير الكفء، لأنها تقيد قدرة المديرين على إخفاء الأداء المالي الحقيقي، وبالتـــالي يـــتمكن المستثمر من إتخاذ القرارات الرشيدة بشأن استثماراته، كما أن التقارير المالية المتحفظة تعد أحد آليات الحوكمة لأنها تحد من قدرة المديرين على المغالاة في الأداء المالي، بالإضافة إلى ذلك، فإن الاعتماد على المحاسبة المتحفظة يكون هاماً بالنسبة للشركات التي تكون بها فرص الاستثمار محدودة.

٥- طرق قياس التحفظ المحاسبي:

بالرغم من وجود طرق عديدة لقياس التحفظ المحاسبي، تظل هناك خمسة مقاييس أكثر شيوعاً واستخداماً في الأدب المحاسبي وهي: (٦٠)

(١/٥) نموذج BASU (1997): التوقيت غير المتماثل في قياس الربح "AT"
asymmetric timeliness measure

(٢/٥) نموذج Ball and shivakumar (2005) الأستحقاق غير المتماثل إلى التدفق النقدي
Asymmetric accruals – to – cash flow measure (AACF)

(٣/٥) نموذج نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أو القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية(٦٥):
The Market- to – Book (MTB) or Book-to-Market (BTM) ratio

(٤/٥) نمـوذج Givoly and Hayn's (2000) Negative Accruals Measure قيـاس الاستحقاقات السالبه (NA).

(٥/٥) نموذج قياس الاحتياطيات السرية (HR) Hidden reserves measure (2002) pen man and zhang's

وفيما يلي يقدم الباحث توضيحاً مختصراً لهذه النماذج:

٥/١- نموذج باسو التوقيت غير المتماثل في قياس الربح [٦١] (Basu's Asymmetric Timeliness Measure)

يركز هذا النموذج على بيان آثار أن الربح سوف يعكس الأنباء السيئة بصورة أسرع من الأنباء الجيدة والذي يعرف التوقيت غير المتماثل للأرباح. وكان باسو (Basu, 1997) هو أول من ربط التوقيت غير المتماثل بالتحفظ المحاسبي وذلك بالنموذج التالي:

$$\frac{Eps_{it}}{p_{it}} = a_0 + a_1 DR_{it} + B_0 R_{it} + B_1 R_{it} DR_{it} + E_{it}$$

حيث:

EPS_{it} : ربحية سهم الشركة i في السنة t

P_{it}: سعر افتتاح سوق الأوراق المالية للشركةi في السنة t

R_{it}: عائد السهم في سوق الأوراق المالية للشركة i في السنة t

DR_{it}: متغير وهمي = ١ إذا كان العائد للسهم في سوق الأوراق المالية سلبي ويساوي صفر إذا كان غير سالباً.

وحدد البعض[٦٢] نقاط القوة في هذا المقياس في أنه الأكثر تطبيقاً على نطاق واسع وكان لمدة تسعة سنوات هو المقياس الوحيد في أدبيات المحاسبة المستخدم في قياس التحفظ في التوقيت غير المتماثل للأرباح، كما أن العديد من الأوراق البحثية عند استخدامه أسفرت عن نتائج تتوافق مع توقعاتهم البحثية النظرية، كما أنه قد تم استخدامه في الدراسات المقارنة على النطاق الدولي. بينما تمثلت الانتقادات الموجهة لهذا المقياس في[٦٣]: أنه يعطي أداء ضعيف عند استخدامه في الأبحاث التي تستخدم سلسلة زمنية طويلة نسبيًا، كما أنه لا يعمل بشكل جيد إذا كانت المعلومات غير مجمعة بشكل جيد حيث لا يعمل بطريقة اقتصادية، كما تبين وجود مشكلة التزامن في العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم.

٢/٥ – نموذج الاستحقاق غير المتماثل الى التدفق النقدي:

Asymmetric Accrual to cash – flow measure(AACE)

قام كل من (Ball and shivakumar, 2005) [٦٤] بتطوير مقياس لأغــراض تقــدير درجــات (مستويات) التحفظ المحاسبي في الشركات الخاصة حيث يعتبران أن مقياس (Basu) غير ملائم للشركات الخاصة نظراً لعدم وجود بيانات متاحة لأسعار أسهم تلك الشركات وقدما نموذج يعتمد على الانحدار:

$$ACC_{it} = B_0 + B_1 DCFO_{it} + B_2 CFO_{it} + B_3 CFO_{it}\ CFO_{it} + \sum_{it}$$

حيث:

ACC_{it}: <u>المستحقات التشغيلية وتقاس كالآتي:</u>

التغير في المخزون + التغير في المدينون + التغير في الأصول المتداولة الأخــرى – التغيــر فــي الدائنون – التغير في الخصوم المتداولة الأخرى – الاستهلاك.

$DCFO_{it}$: متغير وهمي ويساوي صفر إذا كان cfo_{it} ≥ صفر.

ويساوي واحد إذا كان cfo_{it} < صفر.

CFO_{it} : التدفق النقدي للفترة t

ويلاحظ في معادلة الانحدار بعاليه، أن المعامل B_3 هو ACCF مقياس التحفظ المحاسبي وعندما يكون B_3 مرتفعاً فإن هذا يشير إلى درجة عالية من التحفظ المحاسبي. كما أن كــلاً مــن نمــوذج AACF ونموذج AT لباسو (Basu) يستندان على قياس نفس الفكرة الأساسية في التوقيت غير المتماثل.

٣/٥ – نموذج نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أو القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية[٦٥]:

The Market- to – Book (MTB) or Book-to-Market (BTM) ratio

الفكرة الأساسية لاستخدام (MTB) أو (BTM) كمقياس للتحفظ المحاسبي هو أن التحفظ المحاسبي يميل إلى تقليل القيمة الدفترية الصافية كنسبة من القيمة الاقتصادية الحقيقية. وعلى ذلك فــإن ارتفــاع نسبة (MTB) يشير إلى درجة أعلى من التحفظ المحاسبي وذلك على النحو التالي:

$$BTM_{it} = a_t + a_i + \sum_{j=0}^{6} B_j ROE_{i,t-j} + \Sigma_{it}$$

حيث:

BTM_{it}: نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للشركة I في السنة t

a_t : الاختلاف في BTM المشتركة لشركات العينة من سنة إلى أخرى.

a_i : المكونات الأساسية لــ BTM للشركة i.

RoE_{t-j}: العائد على حق الملكية لكل شركة في السنوات السنة السابقة للسنة t

B_j : معاملات الإنحدار للعائد على حق الملكية.

٤/٥ – نموذج مقياس المستحقات السالبة:

The negative Accruals Measure (NA)

قام كل من (Givoly and Hayn, 2000) [٦٦] بإقتراح مقياس للتحفظ يركز على المستحقات غير التشغيلية كمجموعة فرعية من القيمة الدفترية للشركة. ويتم حساب المستحقات غير التشغيلية عن طريق طرح المستحقات التشغيلية من إجمالي المستحقات. وتحسب إجمالي المستحقات عن طريق طرح صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية من صافي الربح قبل الإهلاك. وتحسب المستحقات التشغيلية باستخدام مدخل الميزانية وبطريقة مشابهة لاحتساب المستحقات التشغيلية كالآتي:

$$Na = TACC - OPACC$$

حيث:

TACC : إجمالي المستحقات وتحسب كالآتي:

صافي الربح قبل الإهلاك – التدفقات النقدية من التشغيل

OPACC: المستحقات التشغيلية

وتحسب كالآتي:

التغير في المخزون + التغير في المدينون + التغير في الأصول المتداولة الأخرى – التغير في الدائنون – التغير في الخصوم المتداولة الأخرى.

ويعتبر الأساس المنطقي وراء استخدام الاستحقاقات السالبة كمقياس للتحفظ هو أن التحفظ المحاسبي يستخدم آلية الاستحقاق كأجراء لتأجيل الاعتراف بالمكاسب الاقتصادية وتسريع الاعتراف بالخسائر الاقتصادية من خلال عملية تأخير الأرباح وتسريع الخسائر.

٥/٥ – مقياس الاحتياطيات السرية:

The Hidden Reserves Measure (HR)

يرى (Penman and zhang, 2002) [٦٧] أن التحفظ المحاسبي يمكن أن يساهم في تكوين احتياطيات سرية، حيث يمكن استخدام المبلغ المكون نتيجة الاحتياطيات السرية في قياس درجة التحفظ.

ويمكن القول بأن القيمة المرتفعة للاحتياطيات السرية تعني درجة عالية من التحفظ في القوائم المالية.

وتوجد طريقتان لقياس الاحتياطيات السرية:

الأولى: تم اقتراحها عن طريق (Ahmed et al, 2000) [٦٨] وتستخدم نسبتين:

- نسبة البحوث والتطوير: المبيعات.
- نسبة مصاريف الإعلان: المبيعات.

كأمثلة للاحتياطيات السرية.

الثانية: (وهي الأكثر شيوعاً واستخداماً):

تم اقتراحها بواسطة (Penman and zhang, 2002) وذلك على النحو التالي:

$$C_{it} = \frac{ER_{it}}{NOA_{it}}$$

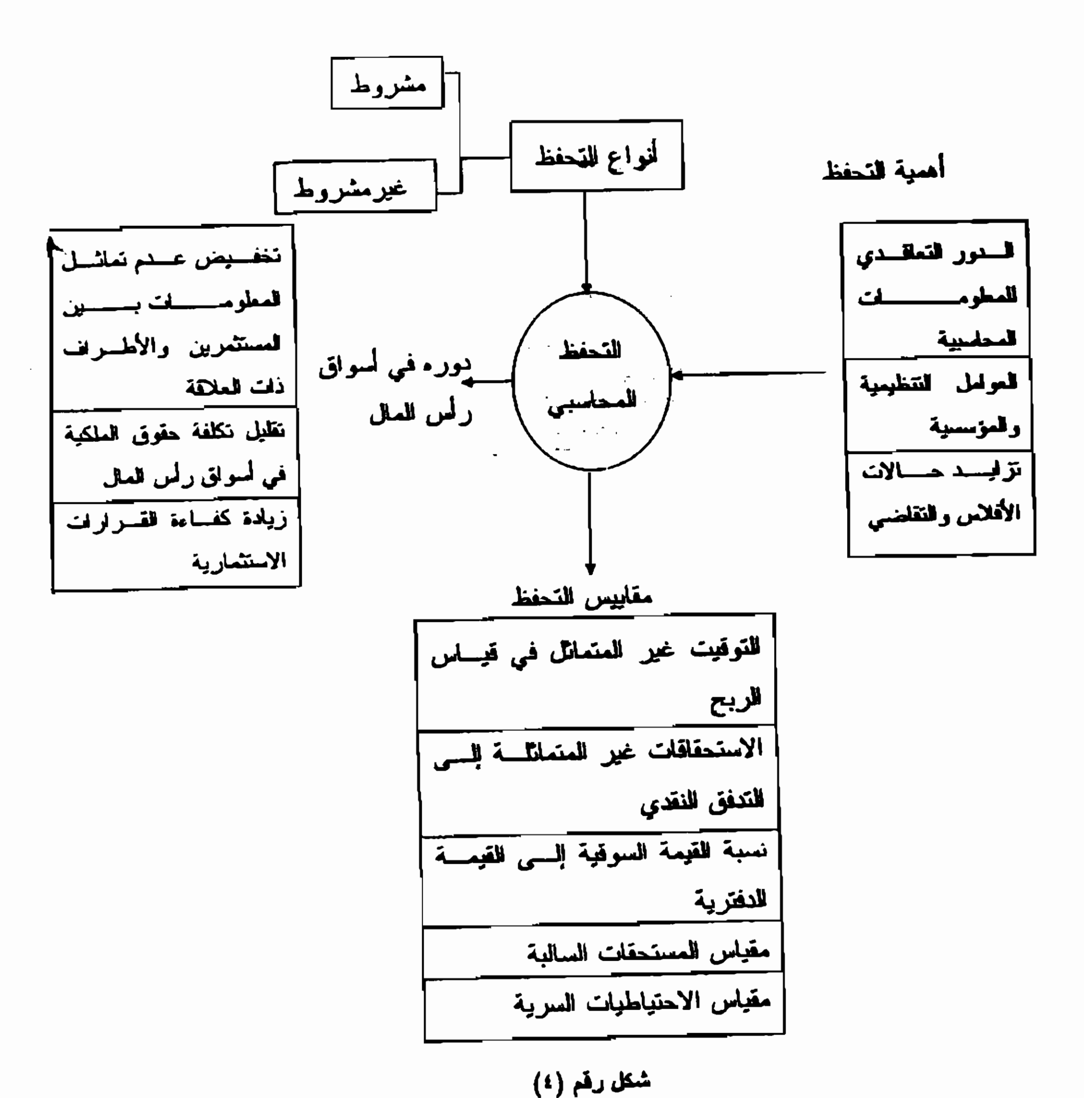
حيث:

ER_{it}: تشير إلى الاحتياطيات السرية المكونة عن طريق إتباع التحفظ المحاسبي و i تشير إلى الشركة، t تشير إلى تاريخ المركز المالي.
NOA_{it}: هي صافي الأصول التشغيلية.
= (القيمة الدفترية للأصول التشغيلية – الخصوم التشغيلية) وذلك باستثناء الأصول والمطلوبات المالية.
ويمكن حساب ER_{it} كالآتي:

$$ER_{it} = INV_{it}^{res} + RD_{it}^{res} + ADV_{it}^{res}$$

حيث:
INV_{it}^{res}: احتياطي المخزون
RD_{it}^{res}: احتياطي البحوث والتطوير
ADV_{it}^{res}: الأصول الإعلانية والتسويقية

وفيما يلي يقدم الباحث شكل رقم (٤) يوضح الإطار العام للتحفظ المحاسبي



شكل رقم (٤)
الإطار العام للتحفظ المحاسبي

المصدر: من إعداد الباحث.

المبحث الرابع

الدراسة التطبيقية

اعتاد الفكر المحاسبي على استخدام مبدأ " الحيطة والحذر " للتعبير عن التحفظ المحاسبي عند إعداد القوائم المالية ويقصد بهذا المبدأ أن تسجل الخسائر قبل تحققها ، والاعتراف بها في القوائم المالية حتى لو كان السند المؤيد لها متوسطاً أو ضعيفاً ، في الوقت الذي لا يأخذ فيه المحاسب بالأرباح قبل تحققها ووجود السند المؤيد لذلك، و المؤسسات المالية بصفة عامة ، وصناديق الاستثمار بصفة خاصة يجب عليها إتباع هذا المبدأ نظرا لطبيعتها الخاصة ، ودورها المميز بالنظام الاقتصادي ، كقناة لتدفق الأموال بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي . هناك تزايد في الجهود الباحثة في الدوافع الضمنية التى تقع وراء الطلب على التحفظ المحاسبي وذلك في محاولة لتقديم المبررات النظرية التي تفسر السلوك المتحفظ في التقرير المحاسبي ، ويسعى الباحث فى هذا البحث لتحليل العوامل التى ترتبط بصناديق الاستثمار بصفة مباشرة ، حيث عادةً ما تسعى الإدارة للاعتراف بأي زيادة في صافي الأصول لتحسين قيمة الصندوق والحصول على أفضل سعر لإصدار وثيقة جديدة، و يمكن ارجاع ذلك إلى عدم تماثل العوائد التى تحصل عليها إدارة الصندوق ، و الذي ترتبط بالأساس بنوعين من العوائد و هما المصروفات الإدارية و عوائد حسن الأداء، فإدارة الصندوق لا ترتبط بصندوق ما لفترة طويلة ، حيث في الأجل المتوسط أو الطويل سوف تنتقل سلطة اتخاذ القرار من الإدارة الحالية إلى إدارة أخرى ومن ثم فإن مصلحة الإدارة الحالية هي في زيادة صافي أصول الصندوق الحالية ، فإن خطط حوافز الإدارة ، و خاصة عوائد حسن الأداء قد تتضمن قواعد معينة لحساب عائد الإدارة في حالة تحقيق مستويات معينة من الأداء وقواعد أخرى غير مماثلة عندما لا يتحقق المستوى المطلوب من الأداء ، كأن لا يحصل فريق الإدارة على أى حوافز عند انخفاض صافي الربح عن المستوى المرجعي عاده ما يكون عائد السوق . وبناءً عليه فإن إدارة الصندوق سوف تحاول زيادة صافي الأصول والربح الحالي حتى لا يستفيد أي فريق محتمل للإدارة من أي أرباح غير محققة لم يتم الاعتراف بها فى الفترات الحالية.

وفى ضوء ما سبق يرى الباحث أن الأسباب الرئيسية وراء هذا الاهتمام بالتحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار ترجع الى :

أ. تحليل العلاقات التعاقدية المكونة للصندوق وآثارها على التقرير المالي.

ب. السعي لإنتاج قوائم مالية أكثر تحفظاً نتيجة للتأكد من ممارسات إدارة الربح في معظم بيئات التقارير المالية.

ج. تطور أدوات القياس المالية والمحاسبية من واقع القوائم المالية لصناديق الاستثمار.

التحفظ المحاسبي Conservatism هو محدد محاسبي يندرج في المستوى الثالث للإطار المفاهيمى للمحاسبة المالية تحت عنوان مفاهيم القياس والاعتراف والتي يعرف عنها سابقا بمصطلح الحيطة والحذر، وقياس التحفظ المحاسبي كان ومازال هدفا للعديد من الباحثين فى المحاسبة المالية و ذلك فى ضوء التطورات الكبيره لأسواق المال سواء الدولية أو الإقليمية أو المحلية ، و قد ارتكزت تلك الأبحاث بالأساس على المنشات المصدرة للأسهم العادية ، دون غيرها من المؤسسات وخاصة صناديق الاستثمار ، وهناك عدة مداخل لقياس التحفظ المحاسبي ، أهم هذه المداخل ما يعتمد على القياس المحاسبي المباشر من القوائم المالية ومنها ما يعتمد على القيم السوقية وعلاقتها بالقيم المحاسبية إلا إن صناديق الاستثمار المصرية تقوم بإعداد قوائمها المالية على أساس القيم السوقية من خلال الاعتماد على أسعار الإقفال السارية وقت التقييم كأساس لتقدير القيمة العادلة للأسهم المستثمر بها ، و الاعتماد على القيمة العادلة كأساس لتقييم السندات ، و الاعتماد على قيم الاسترداد لوثائق الاستثمار (انظر الملحق رقم ١ القوائم المالية لبعض صناديق الاستثمار : الإفصاح رقم ٣-٣ تقييم الاستثمارات) .

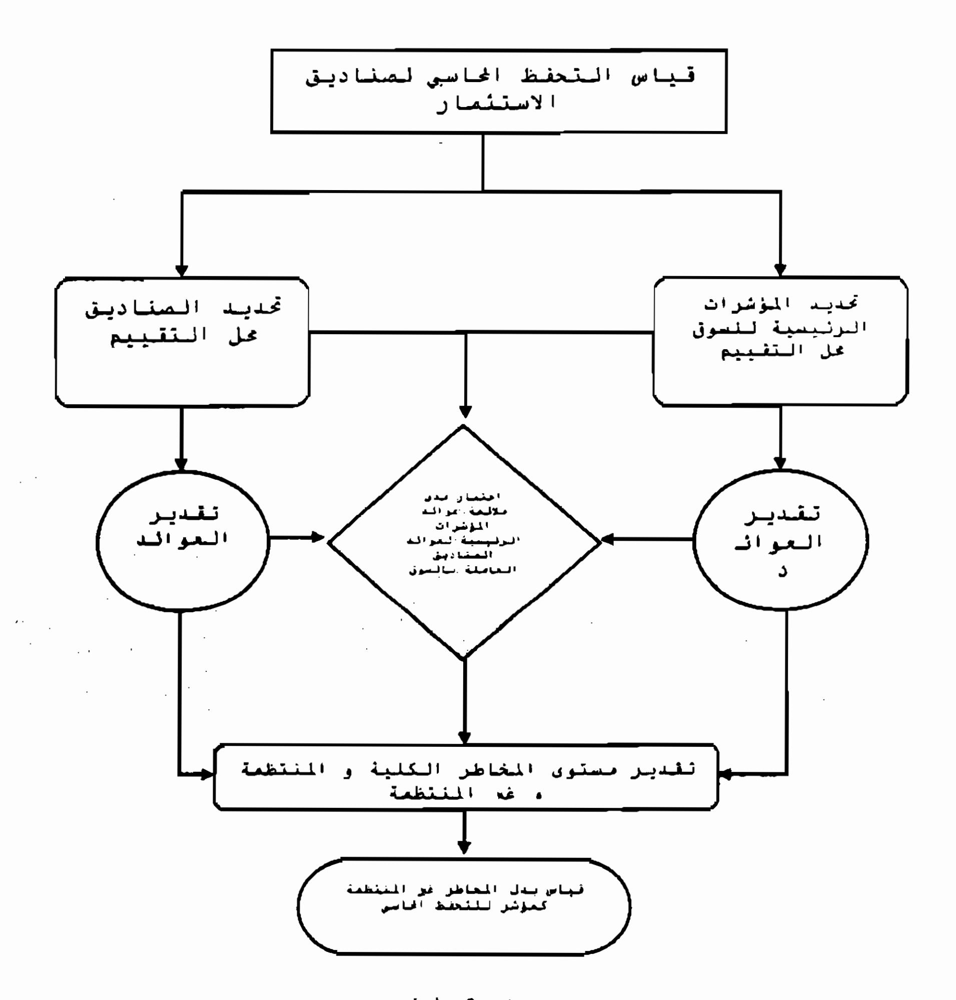
ويتناول الباحث أسلوب جديد فى قياس التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار و ذلك من خلال قياس عائد المخاطر الخاصة لصناديق الاستثمار، حيث ظل المنظور العملي للتحفظ هو المدخل السائد لقياس واختبار أثر التحفظ المحاسبي على القوائم المالية وقرارات المستفيدين منها، ومرجع هذا المنظور هو التعريف الذي قدمه مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) في بيان المفاهيم رقم (٢) للتحفظ المحاسبي ، حيث تم تعريف التحفظ بأنه "تصرف حذر حيال عدم التأكد لضمان أن عدم التأكد والمخاطر الملازمة له في بيئة الأعمال قد أخذ في الاعتبار. وهذا التعريف ينظر إلى التحفظ من زاوية سلوك المحاسب حيال مواقف معينة يحوطها عدم التأكد بشأن القيمة المستقبلية ، و هو ما يختلف مع طبيعة صناديق الاستثمار ، والتى تعنى بالقيم السوقية كأساس لبناء القوائم المالية للصندوق ، مما يعنى عدم القدرة على استخدام المداخل التقليدية فى تقييم التحفظ المحاسبي لصناديق الاستثمار.

ويرى الباحث أن مقياس عائد المخاطر الخاصة لصناديق الاستثمار يتماشى مع ما يعرف بالتوقيت غير المتماثل Asymmetric Timeliness نسبة إلى أن السوق يتعامل مع الأخبار السيئة بشكل وقتي أو فوري وينظر إلى الآثار الإيجابية للأخبار الجيدة على المدى الطويل متسقا في ذلك مع مفهوم التحفظ المحاسبي، وان التحفظ فى الأساس يقوم على الاعتراف المتحفظ بقيم الأصول فى ضوء المخاطر المصاحبة لهذه القيم ، و لما كان الأساس فى صناديق الاستثمار هو الاعتراف بالقيم السوقية يتبين ان التحفظ المحاسبي يبنى على التسعير السوقي للمخاطر ، و فى ضوء ذلك يتضح ان قياس العائد للمخاطر فى صناديق الاستثمار يمكن قياسه من خلال عائد المخاطر الخاصة لهذه الصناديق ، و ذلك طبقا لنموذج السوق market model ، أو بعبارة أخرى فان التحفظ فى صناديق الاستثمار هو

العائد المقابل للمخاطر الخاصة ، اى انه كلما ارتفع العائد السوقي للمخاطر الخاصة دل ذلك على انخفاض مستوى التحفظ المحاسبي ، فى مقابل ذلك فإن انخفاض العائد للمخاطر الخاصة يدل على ارتفاع التحفظ المحاسبي ، اي إن هناك علاقة عكسية بين مستوى التحفظ المحاسبي و عائد المخاطر الخاصة.

<u>خطوات تطبيق الإسلوب المقترح :-</u>

ويمكن التعبير عن خطوات تطبيق الاسلوب المقترح فى الشكل رقم (٥) التالي:



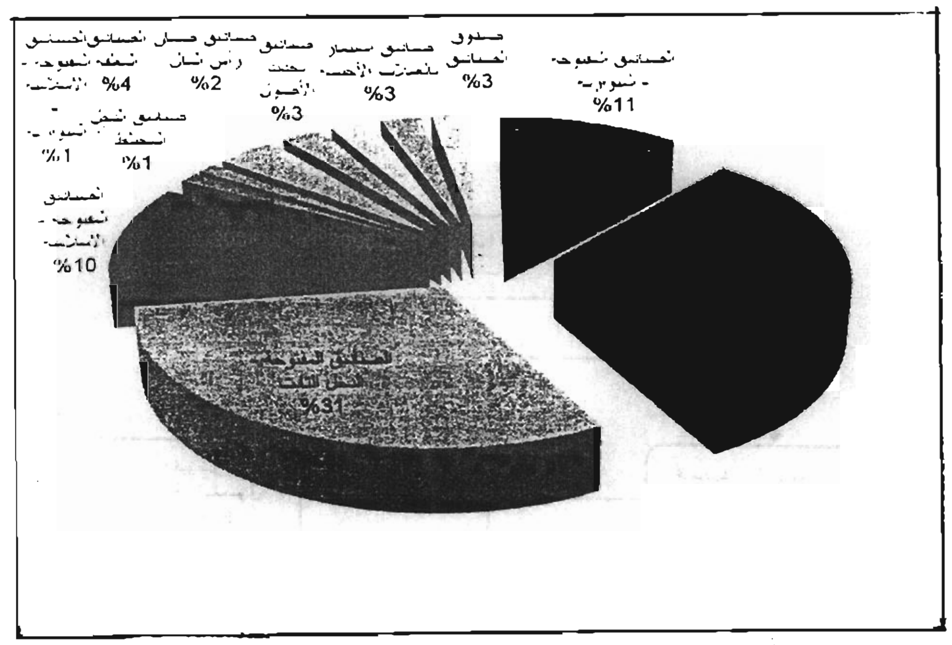
شكل رقم (٥)

الاسلوب المقترح لقياس التحفظ المحاسبي لصناديق الاستثمار

المصدر : من إعداد الباحث

<u>مجتمع و عينة البحث:</u>

يتمثل مجتمع الدراسة فى كافة صناديق الاستثمار المصرية ، و التى تبلغ ٧٨ صندوق فى الأول من يناير ٢٠١٢ ، و يمكن التعبير عنها فى ضوء تصنيف الصناديق كما فى الشكل رقم (٦) التالي:



شكل رقم (٦) ، تصنيف صناديق الاستثمار المصرية

المصدر : من إعداد الباحث بناء على بيانات الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

ومن خلال الشكل السابق يتبين ان اكبر عدد لصناديق الاستثمار المصرية يرتكز فى (الصناديق المفتوحة – الأسهم) و (الصناديق المفتوحة – الدخل الثابت) بواقع ٢٤ صندوق اى ما يعادل ٣١% من عدد صناديق الاستثمار المصرية لكل فئة ، اما اقل الفئات فهى (صناديق الدخل المختلط)، (الصناديق المفتوحة – الإسلامية – المتوازنة) بواقع صندوق واحد لكل فئة بما يعادل اقل من ١% من إجمالي الصناديق المصرية، ويمكن استعراض تلك الصناديق من خلال الجدول رقم (١) التالي:

جدول رقم (١) صناديق الاستثمار المصرية

م	اسم الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية (بالجنيه)
	الصناديق المفتوحة - المتوازنة			
١	البنك الأهلي المصري - الأول	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	سبتمبر ٩٤	10
٢	بنك مصر - الأول	كونكورد للاستثمارات العالمية	فبراير ٩٥	100
٣	البنك الأهلي المصري - الثاني	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ٩٥	100
٤	البنك الوطني المصري	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٠٦	100
٥	البنك الأهلي المصري - الخامس	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ٠٧	10
٦	البنك الرئيسي للتنمية والائتمان الزراعي (الماسي)	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أبريل ٠٨	100
٧	بنك كريدي أجريكول مصر الرابع (الثقة)	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	Aug-11	100.00
٨	صندوق الخير	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ١٠	10
٩	البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (توازن)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	نوفمبر ١٠	100
	الصناديق المفتوحة - الأسهم			
١	بنك كريدي أجريكول مصر - الأول^^^	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ٩٤	100
٢	بنك الاسكندرية - الأول	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	ديسمبر ٩٤	100
٣	المجموعة العربية المصرية للتأمين***	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٩٥	100
٤	بنك مصر - الثاني	كونكورد للاستثمارات العالمية	سبتمبر ٩٥	66.67
٥	بنك القاهرة ^^^^^^	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	نوفمبر ٩٥	10
٦	البنك المصري لتنمية الصادرات - الأول (الخبير)	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	أكتوبر ٩٦	33.33
٧	بنك قناة السويس - الأول	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	ديسمبر ٩٦	500
٨	بنك كريدي أجريكول مصر - الثاني^^^	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أبريل ٩٧	100
٩	البنك المصري الخليجي	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ٩٧	100
١٠	بنك مصر - الثالث ^	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	ديسمبر ٩٧	100
١١	صندوق استثمار شيلد^^	العربي الأفريقي لإدارة الاستثمارات	فبراير ٩٨	50
١٢	بنك مصر ايران للتنمية - الأول	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	يوليو ٩٨	100
١٣	للبنك الأهلي المصري - الثالث	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	أغسطس ٠٥	100
١٤	البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)	سي اي استس مانجمنت	أبريل ٠٦	100
١٥	بنك بيريوس - مصر (الاول)	فونيكس كالتو استس مانجمنت	أبريل ٠٨	100
١٦	بنك التعمير والاسكان (التعمير)	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ٠٨	100
١٧	بنك المؤسسة العربية المصرفية	دلتا رسملة لادارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٠٨	100
١٨	بنك قناة السويس الثاني (الأجيال)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ٠٨	10
١٩	بنك بلوم	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	يوليو ٠٩	100
٢٠	صندوق فاروس الأول	فاروس لتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار	يوليو ٠٩	100
٢١	بايونيرز الأول (الرائد)	أموال للاستثمارات المالية	يوليو ١٠	100
٢٢	صندوق مصر المستقبل	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	Jun-10	10

٢٣	صندوق بلتون للأسهم المتداولة Insight	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	سبتمبر ١٠	10
٢٤	البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (تداول)	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	يوليو ١١	100
	الصناديق المفتوحة ـ الدخل الثابت			
١	بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث ^^^	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ٩٩	1000
٢	بنك مصر النقدى	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٠٤	10
٣	البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	سى اى أستس مانجمنت	أبريل ٠٥	100
٤	بنك مصر ايران للتنمية - الثاني	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	يوليو ٠٥	1000
٥	بنك الاسكندرية - الثاني	المجموعة المالية هيرميس	مايو ٠٦	10
٦	البنك الأهلي المصري - الرابع	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ٠٧	100
٧	البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)	المجموعة المالية هيرميس	أكتوبر ٠٦	100
٨	البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني	دلتا رسملة لادارة صناديق الاستثمار	نوفمبر ٠٦	100
٩	بنك المؤسسة العربية المصرفية (مزايا)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٠٩	10
١٠	صندوق بنك HSBC (كل يوم)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	أبريل ٠٩	100
١١	صندوق البنك العربي الافريقي الدولي (جمان)	العربي الافريقي لإدارة صناديق الإستثمار	أبريل ٠٩	100
١٢	بنك بيريوس - مصر (الثاني)	فونيكس كاتو استس مانجمنت	مايو ٠٩	10
١٣	صندوق بنك عودة	المجموعة المالية هيرميس	مايو ٠٩	10
١٤	بنك القاهرة الثاني (القاهرة اليومي)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٠٩	10
١٥	بنك بلوم - الثاني	سى أى كابيتال أستس مانجمنت	سبتمبر ٠٩	100
١٦	صندوق استثمار البنك الوطني المصري للسيولة (اشراق)	شركة الوطني كابيتال لادارة صناديق الاستثمار	يناير ١٠	10
١٧	صندوق استثمار البنك العربي النقدي للسيولة (يوماتي)	بلتون لادارة صناديق الاستثمار	يناير ١٠	10
١٨	بنك التعمير و الإسكان (موارد)	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ١٠	10
١٩	البنك الرئيسي للتنمية و الائتمان الزراعي (الحصاد)	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	أبريل ١٠	10
٢٠	صندوق بنك الاستثمار العربي	المجموعة المالية هيرميس	يونيو ١٠	10
٢١	صندوق البنك المصري الخليجي (ثراء)	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	يوليو ١٠	10
٢٢	صندوق البنك التجاري الدولي (الثابت)	سى أى كابيتال أستس مانجمنت	سبتمبر ١١	100
٢٣	البنك الأهلي المصري - الثامن	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ١١	1000
٢٤	بنك الاسكندرية - الثالث	المجموعة المالية هيرميس	أبريل ١٠	10
	الصناديق المفتوحة - الاسلامية			
١	بنك فيصل الإسلامي المصري	المجموعة المالية هيرميس	ديسمبر ٠٤	100
٢	بنك البركة مصر ^^^^^^^	المجموعة المالية هيرميس	مايو ٠٦	100
٣	بنك فيصل الإسلامي المصري- البنك التجاري الدولي (الأمان)	سى أى أستس مانجمنت	أكتوبر ٠٦	100
٤	بنك مصر - الرابع	أتش سي للأوراق المالية والاستثمار	أكتوبر ٠٦	100
٥	صندوق سنابل	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٠٧	100
٦	بنك التمويل المصري السعودي - البنك الأهلي المصري (بشائر)	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٠٨	100
٧	البنك الوطني المصري (الحياة)	الوطني كابيتال لإدارة صناديق الاستثمار	نوفمبر ١٠	10
٨	صندوق بنك الاستثمار العربي الثاني (هلال)	القاهرة لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ١١	100
	صناديق الدخل			

المختلط				
١	صندوق الرابع ^^^^^	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٩٩	100
الصناديق المفتوحة - الإسلامية - المتوازنة				
١	بنك البركة - مصر (المتوازن)	أيه تي لإدارة الأصول	أغسطس ١٠	100
الصناديق المغلقة				
١	أورينت تراست	الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية	يناير ٩٧	1000
٢	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	الأهلي للتنمية والاستثمار	يوليو ٩٩	1000
٣	العقاري العربي المباشر	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٠٠	1000
صناديق ضمان رأس المال				
١	بنك مصر (صندوق العمر)	القاهرة لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ٠٣	100
٢	البنك التجاري الدولي (حماية)	سي أى كابيتال أسس مانجمنت	سبتمبر ١٠	100
صناديق تعديد الأصول				
١	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول ^^^^	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ٩٦	100
٢	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار.	أكتوبر ٩٧	100
صناديق استثمار بالعملات الأجنبية				
١	بنك مصر للسيولة (بالدولار)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ٠٧	$10
٢	بنك مصر للسيولة (باليورو)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ٠٧	€١٠
صندوق الصناديق				
١	بنك مصر ايران للتنمية - الثالث (وافي)	الرشاد لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ٠٩	10
٢	البنك الأهلي المصري - السادس	الرشاد لإدارة صناديق الاستثمار	اغسطس ٠٩	١٠٠

^ تم تغيير اسم صندوق بنك مصر اكستريور الى صندوق بنك مصر الثالث ابتداء من ٢٠٠٤/٩/١٦ عقب دمج بنك مصر اكستريور فى بنك مصر، كما تم تغيير سعر إصدار الوثيقة من ١٠٠٠ جنيه إلى ١٠٠ جنيه وذلك بعد تعديل المادة ٥ من نشرة الاكتتاب إعتباراً من ٢٠٠٦/٠٨/٢٧.

^^ تم تغيير اسم صندوق بنك مصر الدولي إلى صندوق استثمار شيلد ابتداء من ٢٠٠٦/٠٤/٠٢ كما تم تقسيم الوثيقة الواحدة بنسبة ٢:١ بنفس التاريخ وتغيير سعر إصدار الوثيقة من ١٠٠ جنيه إلى ٥٠ جنيه.

^^^ تم تغيير اسم صندوق البنك المصري الامريكي إلى صندوق بنك كريدي اجريكول مصر ابتداء من ٢٠٠٦/٠٩/٠٣

^^^^ تم تجزئة وثيقة الصندوق بنسبة ٥:١ كما تم تغيير القيمة الإسمية للوثيقة من ٥٠٠ جنيه إلى ١٠٠ جنيه ابتداء من ٢٠٠٧/٠٣/٢٩

^^^^^ تم تغيير اسم صندوق بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الثالث إلى صندوق الرابح

^^^^^^ تم تغيير سعر إصدار الوثيقة من ١٠٠ جنيه إلى ١٠ جنيه إعتباراً من ٢٠٠٧/٠٦/٠٣

^^^^^^^ بنك التمويل المصري السعودي سابقاً

*** تم تجزئة وثيقة الصندوق بنسبة ٥:١ ابتداء من ٢٠٠٩/١١/١٠

المصدر: الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

و فى ضوء حدود البحث يمكن تحديد عينة البحث فى الصناديق التالية:

١ البنك الأهلي المصري - الأول
٢ بنك مصر- الأول
٣ البنك الأهلي المصري – الثاني
٤ بنك كريدي أجريكول مصر- الأول
٥ بنك الإسكندرية - الأول
٦ المجموعة العربية المصرية للتأمين
٧ بنك مصر- الثاني
٨ بنك القاهرة
٩ البنك المصري لتنمية الصادرات - الأول (الخبير)
١٠ بنك قناة السويس - الأول
١١ بنك كريدي أجريكول مصر- الثاني
١٢ البنك المصري الخليجي
١٣ بنك مصر- الثالث
١٤ صندوق استثمار شيلد
١٥ بنك مصر إيران للتنمية - الأول
١٦ بنك فيصل الإسلامي المصري
١٧ بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث
١٨ بنك مصر النقدى
١٩ صندوق الرابح
٢٠ بنك مصر (صندوق العمر)

وقد قام الباحث باستبعاد كل من الصناديق المغلقة وصناديق تحديد الأصول من عينة البحث، لاختلاف طبيعتهم عن مجتمع البحث.

السلاسل الزمنية : -

تمثل قيم وثائق صناديق الاستثمار المصرية و قيم المؤشرات الرئيسية للبورصة المصرية (EGX20 – EGX30) وسوف يستخدم الباحث سلسلة زمنية من أول يناير ٢٠٠٤ إلى نهاية ديسمبر ٢٠١١.

أساليب جمع البيانات :-

يعتمد الإطار التطبيقي على المسح المستندى كأسلوب أساسي لجمع البيانات من مجتمع البحث من خلال :

أ- القوائم المالية لصناديق الاستثمار.

ب-قيم وثائق صناديق الاستثمار .

ج- قيم مؤشر مصر ٣٠ (EGX30).

اختبار الفرض الأول :

صياغة الفرض:

- **لا يوجد اختلاف معنوي لقدرة مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) عن مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) فى التعبير عن أداء صناديق الاستثمار .**

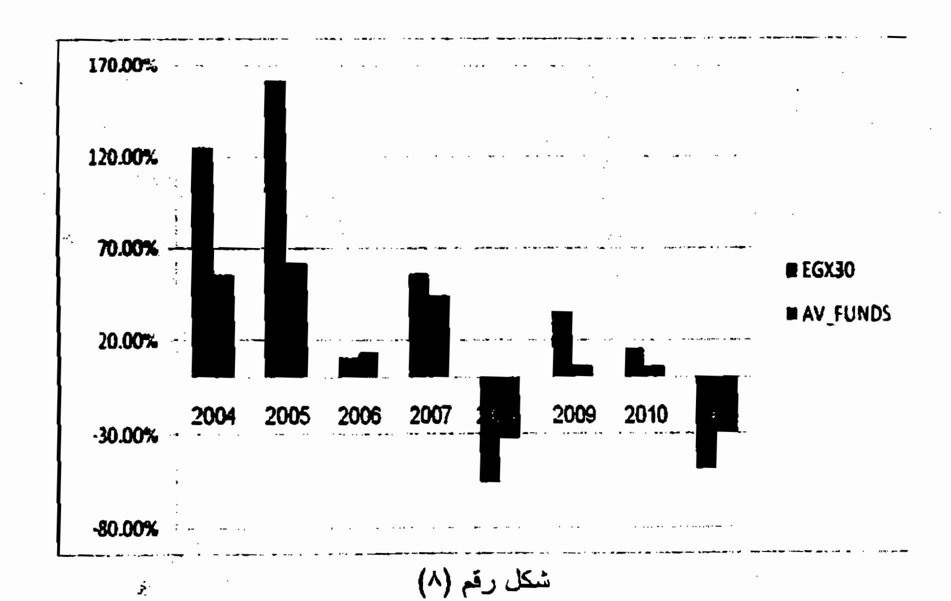
عوائد مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) و متوسط عوائد الصناديق:

يتم قياس عائد السوق من خلال المؤشر الرئيسي للسوق (EGX30) .و يتضمن المؤشر أعلي ٣٠ شركة من حيث السيولة والنشاط ، ويقاس أو يوزن مؤشر EGX 30 للسعر عن طريق حساب رأس المال السوقي المعدل بعد حساب نسبة التداول الحر للأسهم التي يتكون منها المؤشر ويتم حساب رأس المال السوقي معدلا وفقاً لنسبة التداول الحر من خلال عدد الأسهم المقيدة مضروباً في أسعار إقفال أسهم كل من الشركات التي يتكون منها المؤشر مضروباً في نسبة الأسهم الحرة ، و يمكن استعراض تطور المؤشر منذ تدشينه من خلال الشكل رقم (٧) التالي:

شكل رقم(٧)، تطور مؤشر EGX30 منذ تدشين المؤشر حتى نهاية ٢٠١١

المصدر : من إعداد الباحث بناء على بيانات البورصة المصرية

و يمكن التعبير عن متوسط عائد صناديق الاستثمار مقارنة بعائد مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) خلال فترة الدراسة من خلال الشكل رقم (٨) التالي:



شكل رقم (٨)

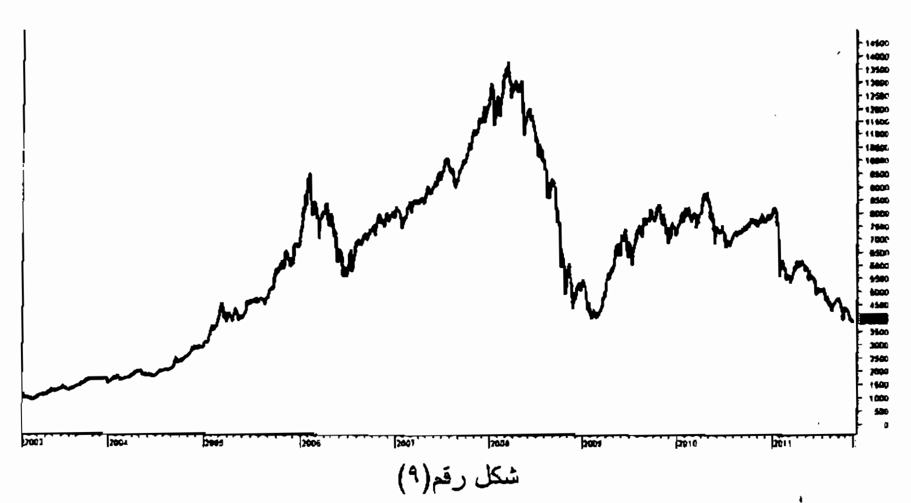
متوسط عائد صناديق الاستثمار مقارنة بعائد السوق مقاسا بمؤشر مصر ٣٠

المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات البورصة المصرية و الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

من خلال الشكل السابق يتبين أن اعلي معدل عائد لمؤشر EGX30 فى عام ٢٠٠٥ بمعدل ١٦١,٣% ، مقابل ٦١,٥٦% لمتوسط صناديق الاستثمار و هى اعلي سنوات لمتوسط عائد الصناديق أيضا، مقابل عام ٢٠٠٨ هو أقل العوائد لمؤشر EGX30 بمعدل -٥٦,٣% مقابل متوسط العائد لصناديق - ٣٢,٨٣% .

<u>عوائد مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) و متوسط عوائد الصناديق:</u>

يعتبر الحد الأقصى للترجيح الأوزان النسبية للمؤشر EGX20 هو الإضافة الرئيسية لهذا المؤشر، و بذلك ينظر إليه باعتباره المؤشر الذى يعبر بوضوح عن أداء الشركات القيادية للبورصة بدلا من استحواذ بعض الأسهم مثل اوراسكوم للإنشاء والصناعة على حصص رئيسية من المؤشر الرئيسي للسوق EGX30 حيث ان الحد الأقصى لحصة كل سهم بالمؤشر الجديد هو ١٠% ، بأعتبار أن ذلك سيلائم طبيعة منهج عمل صناديق الاستثمار المصرية و التي تحدد الحد الأقصى للاستثمار في اي سهم بما لا يزيد عن ١٠%.

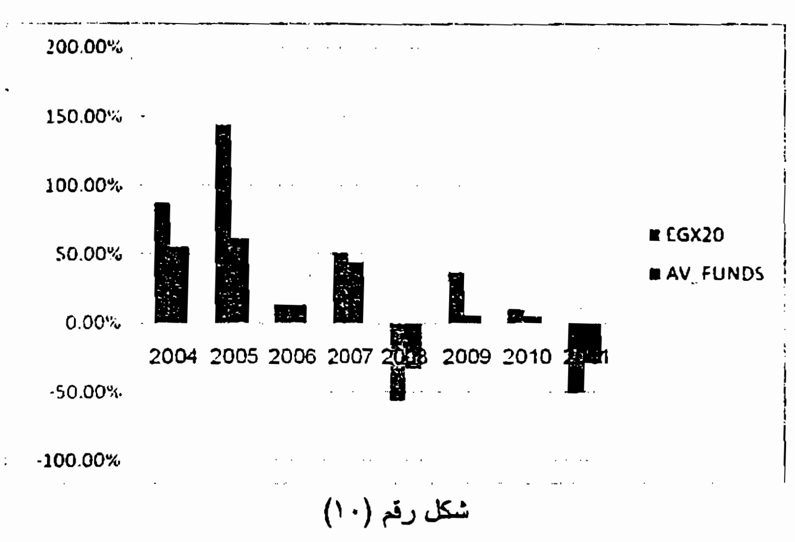


شكل رقم(٩)

تطور مؤشر EGX20 منذ تدشين المؤشر حتى نهاية ٢٠١١

المصدر : من إعداد الباحث بناء على بيانات البورصة المصرية

و يمكن التعبير عن متوسط عائد صناديق الاستثمار مقارنة بعائد مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) خلال فترة الدراسة من خلال الشكل رقم (١٠) التالي:



شكل رقم (١٠)

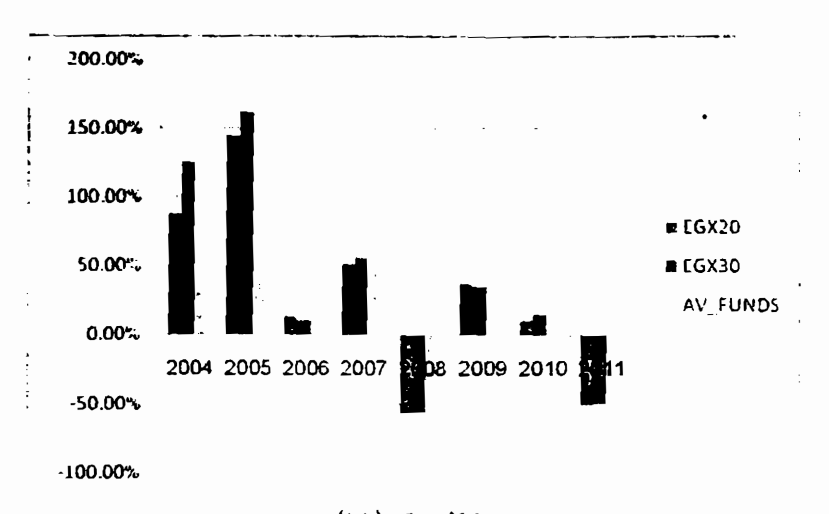
متوسط عائد صناديق الاستثمار مقارنة بعائد السوق مقاسا بمؤشر مصر ٢٠

المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات البورصة المصرية و الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

من خلال الشكل السابق يتبين أن اعلي معدل عائد لمؤشر EGX20 في عام ٢٠٠٥ بمعدل ١٤٤,١٩% ، مقابل ٦١,٥٦% لمتوسط صناديق الاستثمار و هى اعلي سنوات لمتوسط عائد الصناديق أيضا، مقابل عام ٢٠٠٨ هو أقل العوائد لمؤشر EGX20 بمعدل -٥٦,٧٩% مقابل متوسط العائد لصناديق – ٣٢,٨٣% .

اختبار معاملات الارتباط لعوائد مؤشرات السوق مع متوسط عوائد السوق :-

يمكن التعبير عن العوائد التاريخية لمؤشرات السوق بالمقارنة بمتوسط عائد صناديق الاستثمار من خلال الشكل رقم (١١) التالى :



شكل رقم (١١)

متوسط عائد صناديق الاستثمار مقارنة بعائد مؤشرات السوق

المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات البورصة المصرية و الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

من خلال الشكل السابق يلاحظ وجود تباين فى أداء المؤشرات السوق عن متوسط عوائد المـــوق ، ويمكن اختبار معاملات الارتباط كما فى الشكل رقم (١٢) التالى:

Correlations

			AV_FUNDS	EGX_20	EGX_30
Spearman's rho	Correlation Coefficient	AV_FUNDS	1.000	.976**	.929**
		EGX_20	.976**	1.000	.976**
		EGX_30	.929**	.976**	1.000
	Sig. (2-tailed)	AV_FUNDS	.	.000	.001
		EGX_20	.000	.	.000
		EGX_30	.001	.000	.
	N	AV_FUNDS	8	8	8
		EGX_20	8	8	8
		EGX_30	8	8	8

**. Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

شكل رقم (١٢)

نتائج لختبار معاملات الارتباط

المصدر: مخرجات برنامج spss

من خلال اختبار معاملات الارتباط لسبيرمان ، تبين ان متوسط عوائد صناديق الاستثمار معنوية مع عوائد كل من مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) ، و مصر ٣٠ (EGX30) عند مستوى معنوية ١% ، ولكن هناك ارتفاع لمعامل ارتباط مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) مع متوسط عائد صناديق الاستثمار ، و فى ضوء ذلك يتم تقدير المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة.

نتيجه الاختبار الاول:

يتم رفض الفرض العدم و قبول الفرض البديل القائل بـــ

- **يوجد اختلاف معنوي لقدرة مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) عن مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) فى التعبير عن أداء صناديق الاستثمار .**

اختبار الفرض الثاني:

صياغة الفرض :

- **لا يوجد اختلاف معنوي لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار قبل و بعد الأزمات المالية.**

صناديق الاستثمار و الأزمة المالية :

لقد تعرضت صناديق الاستثمار المصرية ، كغيرها من صناديق الاستثمار العالمية الـى الأزمـة المالية العالمية فى عام ٢٠٠٨ ، و التى كان لها أثر مباشر على عوائد و مخاطر الاستثمارات المالية و قد قام الباحث باستخدام نموذج السوق لتقدير المخاطر الخاصة بصناديق الاسـتثمار مـن خـلال المعادلة التالية:

$$\sigma^2_{ci} = \sigma^2_i - (\beta^2_i \cdot \sigma^2_M)$$

حيث:

σ^2_{ci} مربع المخاطر الخاصة لصندوق (i)

σ^2_i مربع المخاطر الكلية لصندوق (i)

β^2_i مربع المخاطر المنتظمة لصندوق (i)

σ^2_M مربع المخاطر الكلية للسوق[١]

و تم تقدير العائد التوازني من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM على النحو التالي:

$$BR_i = R_F + \{(R_M - R_F)\beta_I\}$$

حيث:

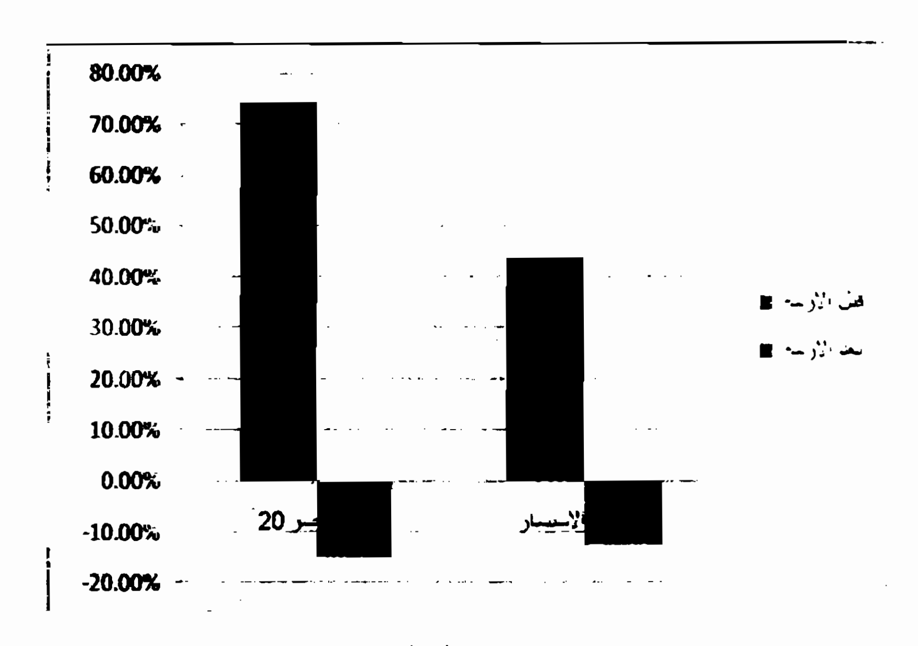
BR_i معدل العائد التوازني لصندوق (i)

R_F معدل العائد الخالي من المخاطر[٢]

R_M معدل العائد السوقي[1]

β_i المخاطر المنتظمة لصندوق (i)

و يمكن التعرف على مستوي عائد صناديق الاستثمار قبل و بعد الازمة المالية مـــن خـــلال الشكل رقم (١٣) التالى:



شكل رقم (١٣)

متوسط العائد لصناديق الاستثمار المصرية و مؤشر مصر ٢٠ خلال الفترة من ٢٠٠٤ الى ٢٠١١ قبل و بعد الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨

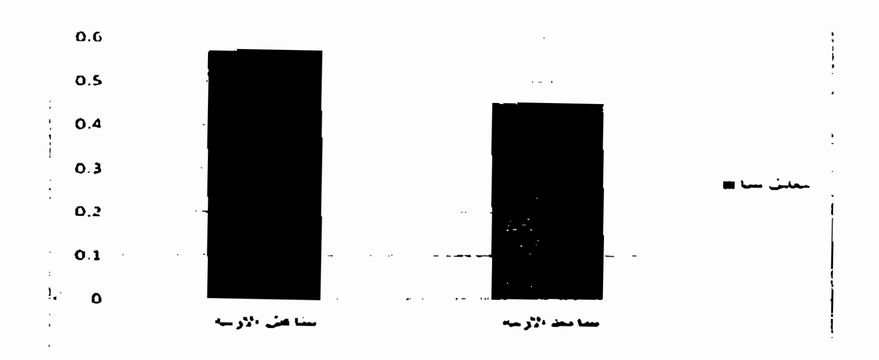
المصدر : من اعداد الباحث

من خلال الشكل السابق يتبين ان متوسط العائد لصناديق الاستثمار هو ٤٣,٨٣% قبل الازمة المالية العالمية ، مقابل – ١٢,٥٦% بعد الازمة المالية العالمية ، و يلاحظ ان عائد صناديق الاستثمار يمثـــل جانباً من عائد السوق ، سواء على مستوى المقارنة بين متوسط عائد الصناديق أو على مستوى كـــل صندوق منفرد ، حيث حقق مؤشر مصر ٢٠ متوسط عائد قبل الازمة الماليـــة ٧٤,٢٥% مقابـــل – ١٥,٠٤% بعد الازمة المالية.

تم الاعتماد على مؤشر مصر ٢٠ للتعبير عن عائد السوق

[1] تم تقديره من خلال متوسط العائد على أذون الخزانة لمده ٩١ يوم

تم تقديره من خلال متوسط العائد على مؤشر مصر ٢٠



شكل رقم (١٤)

متوسط معامل بيتا لصناديق الاستثمار المصرية العاملة خلال الفترة من ٢٠٠٤ الى ٢٠١١ قبل و بعد الأزمة المالية ٢٠٠٨

المصدر : من اعداد الباحث

من خلال الشكل السابق تبين إنخفاضاً فى معامل بيتا بعد الازمة المالية عن متوسط معامل بيتا قبل الازمة المالية ، و يمكن ارجاع هذا الانخفاض لمعامل المخاطر المنتظمة الى اتجاه صناديق الاستثمار الى تعزيز مستويات السيولة النقدية بعد حدوث الازمة و خاصة خلال الربعين الثالث و الرابع من عام ٢٠٠٨ ، و التى تم تعزيزها بصورة كبيرة بلغ متوسطها ٤٢,٦% فى صناديق النمو على عكس صناديق الدخل و التى اتسمت بثبات نسبى فى الارصده النقدية ، و يمكن ارجاع ذلك الى اختلاف طبيعة مكونات الصندوق فى ضوء هدفة الاستثمارى.

وفى ضوء صغر حجم العينة (٢٠ صندوق استثمار) قام الباحث باستخدام الأساليب اللامعلميــه مــن خلال اختبار Mann-Whitney كما فى الشكل رقم (١٥) التالى :

Ranks

	A_B	N	Mean Rank	Sum of Ranks
R_SR	1.00	20	25.70	514.00
	2.00	20	15.30	306.00
	Total	40		

Test Statistics[b]

	R_SR
Mann-Whitney U	96.000
Wilcoxon W	306.000
Z	-2.816
Asymp. Sig. (2-tailed)	.005
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	.004[a]

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: A_B

شكل رقم (١٥)

نتائج اختبار Mann-Whitney لصناديق الاستثمار قبل و بعد الازمة المالية ٢٠٠٨

المصدر: مخرجات برنامج spss

من خلال اختبار Mann-Whitney، تبين ان هناك اختلاف معنوي لعوائد المخاطر الخاصة لصناديق الاستثمار قبل و بعد الازمة المالية ٢٠٠٨ عند مستوى معنوية ١% .

نتيجه اختبار الفرض الثانى:

يتم رفض الفرض العدم و قبول الفرض البديل القائل بـــ

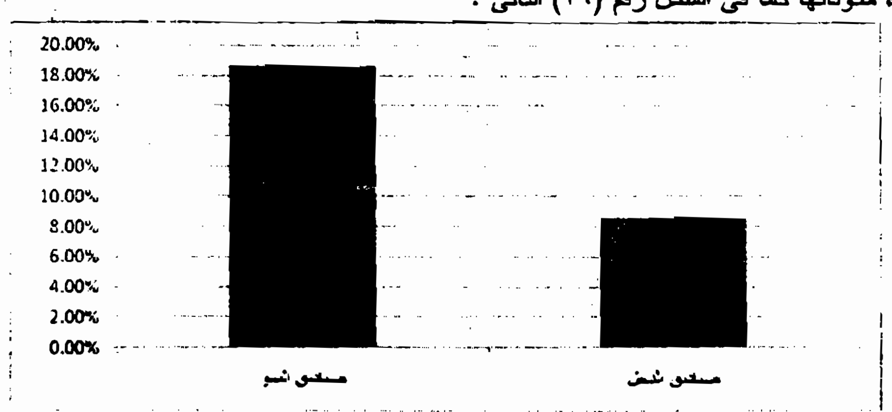
- **يوجد اختلاف معنوى لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار قبل و بعد الأزمــات المالية.**

اختبار الفرض الثالث:

صياغة الفرض :

- **لا يوجد اختلاف لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار الهادفة للنمو و صناديق الاستثمار الهادفة للدخل**

تعرضت صناديق الاستثمار الى المخاطر الناتجة من هذه الأزمة فى ضوء تأثرها بمستوى المخاطر المنتظمة، و غير المنتظمة الخاصة بها ، و بصفة عامة يجد الباحث ان العامل الحاكم لمستوى تلك المخاطر يرجع فى الأساس الى مكونات هذه الصناديق أي مجالات استثماراتها ، و هذا ما يتضح من العرض التالي الذى يعبر عن عوائد و مخاطر مقاساً من خلال معامل بيتا (β) لصناديق الاستثمار فى ضوء مكوناتها كما فى الشكل رقم (١٦) التالى :



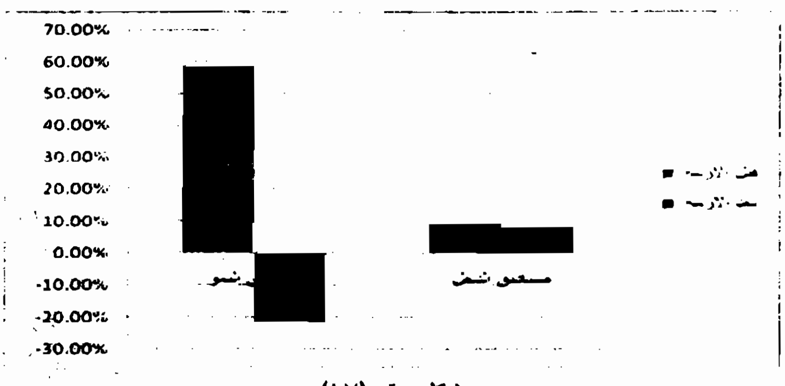
شكل رقم (١٦)

متوسط العائد لصناديق الاستثمار المصرية العاملة خلال الفترة من ٢٠٠٤ الى ٢٠١١ فى ضوء نوع الصندوق

المصدر : من اعداد الباحث

من خلال الشكل السابق تبين وجود تفوق لمتوسط صناديق النمو خلال الفترة من ٢٠٠٤ الى ٢٠١١ لتسجل ١٨,٦٢% مقابل ٨,٦٦% كمتوسط لصناديق الدخل ، ولكن على الرغم من هذا التفوق للنوع الأول ، إلا إن صناديق الدخل اتسمت باستقرار متوسط العائد قبل و بعد الأزمة المالية و هو ما ينعكس بصورة مباشرة فى مستويات المخاطر الثلاثة سواء المخاطر الكلية ، المخاطر المنتظمة ، المخاطر الخاصة .

ويعرض الباحث فى الشكل رقم (١٧) التالى متوسط العائد لصناديق الاستثمار المصرية فى ضوء هدفها :



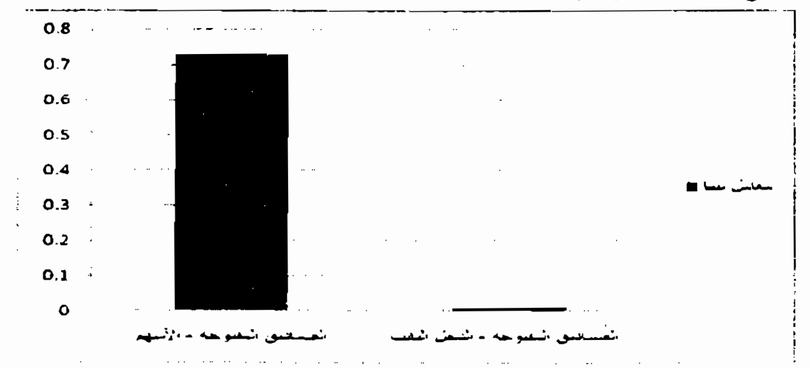
شكل رقم (١٧)

متوسط العائد لصناديق الاستثمار المصرية فى ضوء هدفها خلال الفترة من ٢٠٠٤ الى ٢٠١١ قبل و بعد الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨

المصدر : من اعداد الباحث

من خلال الشكل السابق ، تبين ان صناديق النمو تعرضت لتقلب شديد فى العائد ،حيث سجلت متوسط عائد ٥٨,٦٣% خلال الفترة من ٢٠٠٤ الى ٢٠٠٧ اى قبل الأزمة المالية العالمية ، مقابل – ٢١,٤% خلال الفترة من ٢٠٠٨ الى ٢٠١١ اى بعد الأزمة المالية العالمية، إما عن صناديق الدخل فان متوسط العائد سجل ٩,٢٨% قبل الأزمة مقابل ٨,٠٥% بعد الأزمة المالية العالمية.

ويوضح الشكل رقم (١٨) التالى متوسط معامل بيتا لصناديق الاستثمار :



شكل رقم (١٨)

متوسط معامل بيتا لصناديق الاستثمار المصرية العاملة خلال الفترة من ٢٠٠٤ الى ٢٠١١ فى الأزمة المالية

المصدر : من اعداد الباحث

ومن خلال الشكل السابق، يتبين للباحث ارتفاع المخاطر المنتظمة لصناديق الاستثمار الهادفة للنمو بالمقارنة بصناديق الدخل، و يمكن إرجاع ذلك الى العديد من العوامل كارتفاع المخـاطر المنتظمة للأسهم بالمقارنة بالمخاطر المنتظمة لأدوات الدخل الثابت فى ضـوء المكونـات الاسـتثمارية لكـل صندوق، إضافة الى ارتفاع نشاط سوق الأسهم المصرية بالمقارنة مع سـوق أدوات الـدخل الثابـت (كالسندات ، أذون الخزانة ..الخ).

باستخدام ذات الأسلوب تم تقدير عوائد المخاطر الخاصة لصناديق الاستثمار مـن خـلال نمـوذج السوق و نموذج تسعير الأصول الرأس مالية، و باستخدام الأساليب اللامعلميه يمكن اختبـار معنويـة الفرق بين عوائد المخاطر الخاصة لصناديق الاستثمار كما فى الشكل رقم (١٩) التالى :

Ranks

	T_F	N	Mean Rank	Sum of Ranks
R_SR	1.00	14	13.50	189.00
	2.00	6	3.50	21.00
	Total	20		

Test Statistics[b]

	R_SR
Mann-Whitney U	.000
Wilcoxon W	21.000
Z	-3.479
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	.000[a]

a. Not corrected for ties.

b. Grouping Variable: T_F

شكل رقم (١٩)

نتائج اختبار Mann-Whitney لصناديق النمو و صناديق الدخل خلال الفترة من ٢٠٠٤-٢٠١١

المصدر: مخرجات برنامج spss

من خلال اختبار Mann-Whitney، تبين وجود اختلاف معنوي لعوائد المخاطر الخاصة لصناديق الاستثمار عند مستوى معنوية ١% فى ضوء هدفها الاستثماري.

نتيجه اختبار الفرض الثالث:

يتم رفض الفرض العدم و قبول الفرض البديل القائل بـــ

- **يوجد اختلاف لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار الهادفة للنمـو و صـناديق الاستثمار الهادفة للدخل**

المبحث الخامس

النتائج و التوصيات

اولا - النتائج:

١ - نتائج خاصة بالقوائم المالية لصناديق الاستثمار

أ- تباين أسس إعداد القوائم المالية لصناديق الاستثمار ، مما يجعلها تتسم بعدم الاتساق فى أسس تقييم أصول الصندوق ، حيث يتم الاعتماد أحيانا على القيم السوقية كأساس لتقييم الأسهم ، فى مقابل الاعتماد على القيم العادلة عند تقييم السندات.

ب-تعتمد صناديق الاستثمار المصرية عند إعداد قوائمها المالية على أسعار الإقفال السارية وقت التقييم كأساس لتقدير القيمة العادلة ، و هو ما يخالف الواقع ، حيث إن الاعتماد على القيم السوقية كأساس غير متحيز للقيم العادلة يتطلب اتسام السوق بالمستوى القوى لكفاءة الأسواق ، و هو ما يتنافى مع واقع مستوى الكفاءة التى تصنف فى المستوى الضعيف .

٢ - نتائج خاصة بتقييم صناديق الاستثمار

أ- يعتبر مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية مؤشر غير ملائم لتقييم صناديق الاستثمار ، حيث يعانى المؤشر من ارتفاع الوزن النسبي لبعض الشركات عن الحد الأقصى المسموح به للاستثمار فى صناديق الاستثمار و هو ١٠% كحد أقصى للاستثمار فى شركة واحده .

ب-يعتبر مؤشر مصر ٢٠ (EGX20) المؤشر الأكثر ملاءمة لتقييم صناديق الاستثمار ، حيث يأخذ المؤشر الوزن النسبي للشركات المكونة لمؤشر حيث إن الحد الأقصى المسموح به للوزن الشركة هو ١٠% ، و هو ما يتفق مع المعايير القانونية فى هذا الصدد.

٣ - نتائج خاصة بعوائد و مخاطر صناديق الاستثمار:

أ- تعتبر صناديق الاستثمار الهادفة للنمو أكثر عرضة لمخاطر الأزمات المالية من الصناديق الهادفة للدخل، و يمكن إرجاع ذلك الى اختلاف إستراتيجية الاستثمار بكلا النوعين، حيث الأخيرة تتسم بإستراتيجية استثمارية متجنبة للمخاطر ، و هذا ما ظهر بجلاء من خلال تقلب عوائد صناديق النمو قبل و بعد الأزمة المالية العالمية ، على خلاف صناديق الدخل التى اتسمت بالاستقرار النسبي قبل و بعد الأزمة المالية العالمية.

ب-ارتفاع المخاطر المنتظمة لصناديق الاستثمار الهادفة للنمو بالمقارنة بصناديق الدخل ، و يمكن إرجاع ذلك الى العديد من العوامل كارتفاع المخاطر المنتظمة للأسهم بالمقارنة بالمخاطر المنتظمة لأدوات الدخل الثابت، إضافة الى ارتفاع نشاط سوق الأسهم المصرية بالمقارنة مع سوق أدوات الدخل الثابت (كالسندات ، أذون الخزانة ..الخ).

٤ - نتائج خاصة بالتحفظ المحاسبي لصناديق الاستثمار:

أ- تلعب الأرصدة النقدية دوراً محوريا فى كل من مستوى المخاطر الكلية و المنتظمة والخاصة لصناديق الاستثمار، و هو ما يؤثر على مستوى التحفظ المحاسبي لهذه الصناديق.

ب-يوجد اختلاف معنوى لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار قبل و بعد الأزمات المالية، و يمكن إرجاع هذا الاختلاف الى تباين الارصده النقدية بتلك الصناديق قبل و بعد الازمة المالية ٢٠٠٨.

ج-يوجد اختلاف لمستوى التحفظ المحاسبي فى صناديق الاستثمار الهادفة للنمو وصناديق الاستثمار الهادفة للدخل ، و يمكن إرجاع هذا الاختلاف الى تباين مكونات المحفظة الاستثمارية لهذه الصناديق.

ثانيا : التوصيات

١ - تعديل أسلوب تقدير تقييم الأصول المالية عند إعداد التقارير المالية الخاصة بصناديق الاستثمار ، للاعتماد على أساس ملائم لتقدير قيمة تلك الأصول بما يتلائم مع مستوى كفاءة سوق المال المصري ، حيث ان شروط تطبيق القيمة السوقية كتقدير غير متحيز للقيمة العادلة لا تتوافر فى البورصة المصرية فى ضوء خصائص السوق ، و ذلك من خلال تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال .

٢- الإعلان الدوري (شهريا أو أسبوعيا) عن مستوى العوائد لصناديق الاستثمار و المخاطر المصاحبة لتلك العوائد ، وذلك من خلال إنشاء إدارة فنية متخصصة لمتابعة أداء صناديق الاستثمار، و ذلك اما فى الهيئة العامة للرقابة المالية غير المصرفية او الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA)

٣ - ضرورة أهتمام كل من المنظمات المهنية وواضعى المعايير المحاسبية والجهات الحكومية مثل هيئة الاستثمار وهيئة الرقابة المالية والبنك المركزى بتأثير سياسة التحفظ المحاسبى جنبا الى جنب مع محاسبة القيمة العادلة ، والعمل على تدعيمها وخاصة فيما يتعلق بصناديق الاستثمار ، وذلك لما لها من منافع متعددة .

٤ - يوصى الباحث بتوجيه البحث مستقبلاً نحو النقاط التالية :

أ- دور مراقبي الحسابات فى عمليات التحفظ المحاسبي بصناديق الاستثمار

ب-مستوى التحفظ المحاسبي بصناديق الاستثمار فى ضوء خصائص السوق.

ج-مستوى التحفظ المحاسبي بصناديق الاستثمار فى ضوء خصائص شركات الإدارة.

هوامش البحث :

١- الصحيفة الاقتصادية الالكترونية، "المعيار المحاسبي (FAS 157).. **هل كان جلاء الأزمة المالية أم ضحيتها؟**"، العدد ٥٤٩٢ في ٢٠٠٨/١٠/٢٤.

٢- د. حلمي محمود نمر، "نظرية المحاسبة المالية"، (القاهرة: دار النهضة العربية) بدون سنة نشر، ص: ٢٣٠.

٣- د. طارق عبد العال حماد، "نموذج مقترح لقياس منفعة القوائم المالية في ضوء التغيرات الحديثة في المفاهيم والسياسات المحاسبية – دراسة ميدانية-، **مجلة الفكر المحاسبي**، قسم المحاسبة – كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول ٢٠٠٨، ص ١١٩١.

4- Givoly, D., and Hayn, c., "The changing time series properties of Earnings, cash flows and Accruals: Has financial reporting becom more conservative?," **Journal of accounting and economics**, vol. 29,2000, p.5

5- Ball r., robin Ak., and sadka G., " is financial reporting shaped by equity market or by debt market? An international study of timeliness and conservation", **review of Accounting studies**, vol-13, 2008, pp: 168 – 206.

6- FASB, "Preliminary views, conceptual framework for financial reporting: objectives of financial reporting and qualitative characteristics of decision useful financial reporting information, **FASB, July, 2006**.

7- La fond R., and walts R., "The information role of conservation", **the accounting review**, vol. 83, 2008, pp: 447 – 478.

8- Gassen, j., fuelbier, r. 7 sellhorn, t., "International differences in conditional conservation: The role of unconditional conservation and income smoothing", European Accounting Review (special **Issue on conservation in Accounting)**, vol. 15, No.4, 2006, pp: 527 – 564.

9- Ray Ball, Ashok robbing and Gil sadka, "Is accounting conservation due to debt or equity markets? An international test of "contracting" and "value relevance" Theories of Accounting", available at: www.csom.umu.edu/assets/51165.

١٠- د. محمد بن سلطان السهلي، "التحفظ المحاسبي في الشركات السعودية"، **ورقة عمل مقدمة للندوة الحادية عشر لسبل تطوير المحاسبة التي ينظمها قسم المحاسبة بجامعة الملك سعود خلال الفترة ١٤ – ١٥ ذو القعدة ١٤٣٧ هـ الموافق ٥-٦ ديسمبر ٢٠٠٦م.**

11- Balachandran, s., and Partha, M., "Is the decline in the value relevance of accounting driven by increased conservation?" **working paper**, 2008.

12- Xi, Li, "Accounting conservation and the cost of capitalinternational analysis "available at: **papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract-id=1261971,2010.**

١٣- د. أيمن أحمد شيتوي، "تأثير مخاطر الدعاوي القضائية على ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات المتهمة بالتلاعب: بالتطبيق على سوق الأسهم المصرية"، **مجلة الإدارة العامة** – المملكة العربية السعودية المجلد الخمسون – العدد الرابع – سبتمبر ٢٠١٠، ص ص: ١- ٤٥.

14- Remco Brouwer, "Accounting Conservation in Europe", Available at: **www.repub eur.nl/res/pub/..../Accountability brouwer.pdf.**

١٥- د. السيد شحاتة، "إطار مقترح للمحاسبة عن عمليات توريق الأصول المالية وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية والدولية في ضوء تداعيات الأزمة المالية العالمية – دراسة نظرية وميدانية"، **المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد الثالث، ٢٠٠٨.**

١٦- د. رضا إبراهيم صالح، "أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية"، **مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مجلد (٤٦)، عدد (٢) يوليو ٢٠٠٩، الجزء الثاني.

١٧- د. أشرف محمد عبد البديع، "تداعيات الأزمة المالية العالمية على ؟؟ المحاسبة والمراجعة – حالة جمهورية مصر العربية"، **المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد الثالث والثلاثون**، العدد الثاني، ٢٠٠٩، ص ص: ٢٩٧ – ٣٢٥.

18- Lubberink, M. & Huijgen , c., "Earnings conservatism and equity raisings of cross – listed firms", **working paper**, 2006, available at: www.http:ssrn.com/abstract=952221.

19- Cr., cen, Thomas Hemmer and Yun 2 hang," on the relation between conservation in accounting standards and incentives for earnings management", **journal of accounting research**, vol. 45 no.3, June 2007, pp: 541 – 565.

٢٠ – د. إبراهيم السيد عبيد، "دور الإستثمار المؤسسي في زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة: دراسة نظرية وميدانية على الشركات المقيدة في السوق المالية السعودية"، **available at: , 2010http://ksu.edu.sa/site/ksuarabic/students/femalest**

21- Rahimah Mohamed yunos, Malcolm smith and zubaidah ismail, "Accounting conservation and ownership concentration: evidence from Malaysia", **Journal of Business and Policy research**, vol. 5, no.2, dec. 2010, pp: 1-15.

22- Elsie C. Ameen et al., Information content of Qualified Audit opinion for over- the – counter firms", **Journal of Business finance 7 Accounting**, vol.21, Issue 7, 1994, pp: 997-1011.

23- Amir ziv and Nahum D. Melumad, "A theoretical examination of the market reaction to auditors qualifications", **journal of accounting research**, vol. 35, autumn, 1997, pp: 239 – 256.

٢٤- د. صفوت مصطفى الدويري، "أثر تحفظات مراقبي الحسابات على أسعار الأسهم – دراسة تطبيقية على البورصة المصرية"، **مجلة الفكر المحاسبي**، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، السنة الثانية عشر، ديسمبر ٢٠٠٨، ص ص: ٢٠٧ – ٢٥٠.

٢٥- د. صفوت مصطفى محمد إبراهيم الدويري، "العلاقة بين نوع تقرير مراقب الحسابات وقرار عزل المراقب – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، **مجلة الفكر**

المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول – الجزء الثاني، السنة الثالثة عشر، يونيو ٢٠٠٩، ص ص: ٢٧٥ – ٣٠٨.

٢٦- د. مختار اسماعيل أبو شعيشع، "المداخل المقترحة لاستخدام المراجعة الإدارية في صناديق الاستثمار – دراسة نظرية تطبيقية"، **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ١٩٩٦.

٢٧- د. ممدوح صادق محمد الرشيدي، "تقييم الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية: منظور المستخدم"، **مجلة البحوث التجارية المعاصرة**، كلية التجارة بسوهاج، جامعة جنوب الوادي، العدد الأول، يونيو ٢٠٠٢.

٢٨- د. سهير الطنملي، "المنظور المحاسبي لنشاط صناديق الاستثمار على عرض لأهم مشاكل مراجعتها"، **مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين**،" كلية التجارة جامعة القاهرة، السنة الثالثة والأربعون، العدد الثالث والستون، ٢٠٠٤، ص ص: ٤٢٣ – ٤٦٥.

29- Yaman, e. and s. sinan, "Mutual fund Governance: Mutual fund Board and Director characteristics" **working paper**, university of central florida, 2006.

٣٠- د. فراج مخيمر محمد، "دراسة مدى ملاءمة الشكل الحالي للاستثمار المؤسسي لطبيعة سوق الأوراق المالية المصري"، **مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين**، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد ٧١، لجزء الأول، ٢٠٠٨.

٣١- د. عادل عبد الفتاح مصطفى الميهي، "الإفصاح والشفافية في صناديق الاستثمار لخدمة أغراض الحوكمة: دراسة تحليلية مقارنة"، **المجلة العلمية للتجارة والتمويل**، كلية التجارة،، جامعة طنطا، المجلد الأول، العدد الثاني، ٢٠٠٩، ص ص: ٧١ – ١٣٢.

٣٢- د. محمد فتحي البديوي، "**ادارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية – دراسة تحليلية**"، بدون ناشر معروف، ٢٠٠٩، ص ص: ٢٨٠ – ٣٢١.

٣٣- د. منير إبراهيم هندي، "**صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين**" (الإسكندرية: منشأة معروف، ١٩٩٦) ، ص ٣٣ .

٣٤- د. هشام حسبو، "المعاملة الضريبية لصناديق ووثائق الاستثمار"، **مجلة الأهرام الاقتصادي**، العدد ١٣٧٣، مايو ١٩٩٥، ص ٨٠.

٣٥- المادة (١٤٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٣٦- المادة (١٢٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٠٥ لسنة ١٩٩٢.

٣٧- د. منير إبراهيم هندي، "**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال – الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**"، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٩)، ص ص: ١١٩ – ١٣٠.

٣٨- د. منى قاسم، "**صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين**" (القاهرة: الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٢، ص ١٠.

٣٩- د. محمد سلطان السهلي، "التحفظ المحاسبي عند إعداد التقارير المالية للشركات المساهمة السعودية: دراسة تطبيقية"، __المجلة العربية للعلوم الإدارية__، المجلد ١٦، العدد (١)، ٢٠٠٩، ص ص: ٧-٢٤.

(40) Watts R., "A proposal of research on conservatism", __working paper__, university of Rochester, 1993, p.5.

(41) Basu, s., "The conservatism principle and asymmetric timeliness of Earnings", __journal of accounting and economics__, vol.24, 1997, p.8.

(42) Cheng, Q., "hat determines residual income?", __Accounting review__, vol. 80, no.1, 2005, p. 89.

(43) Bliss, j., __"Management through account",__ New York, Ny: The Ronald press co., 1924.

(44) Watts, R.L., "conservatism in accounting part1: explanation and Implications", __Accounting horizons__, vol. 17, Iss.3, 2003, pp: 207-221.

(45) Ross L., watts, "Conservation in Accounting", 2002, Available at: www.http__://papers. Ssrn.com/paper.taf?abstract_id=371820__.

(46) Guag, w.r., "conservative financial reporting, debt convenants, and the agency __journal of accounting and economic__, 45, 2008, pp. 175-180.

(47) Srivastva, A., & Tse, s., "A New Approach to Measuring Accounting conservatism and the contribution of Accelerated loss recognition vs. delayed gain recognition to trends in conservatism", 2009, __working paper, available at: http://ssrn. Com/abstract=1006258.__

(48) Pae j., "UNEXPECTED Accruals and conditional conservatism", __Journal of Business, Finance and Accounting,__ vol. 34, 2007, pp: 681-703.

(٤٩) د. محمد سعيد جنيدي، "اثر الدور التعاقدي للمعلومات المحاسبية على درجة التحفظ المحاسبي، وإنعكاس ذلك على إدارة الأرباح – دراسة تحليلية –"، __المجلة العلمية للتجارة والتمويل__، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ٢٠٠٤م، ص: ٧٢.

(50) Zhang, j., "The contracting benefits of Accounting Conservatism to lenders and borrowers", __Journal of Accounting and Economics__, vol. 45, 2008, p.121.

(51) Bushmana R., Piotroski, j., "Financial reporting incentives for conservative accouting: the influence of legal and political institution", __journal of accounting and economics__, vol.42, 2008, p.116.

(52) Pae, J., Thorton, D., and welker, m., "The link between Earning conservatism and balance sheet conservatism", __working paper__, Queen's university, canda, 2009, p.16.

(53) Liu, 2., and thornoton, D., "Litigation Risk, price-to-book and conservatism in financial reporting", __working paper__, 2009, Queen's university, Canda, 2010, pp: 4-6.

(54) Callen, J.L., O-H.Hope, and D. segal, "The pricing of conservative accounting and measurement of conservation at the firm – year level", __review of Accoutning studies forthcoming__, 2009, p.4.

(55) La fond, w., and roychowdhurg s., "Managerial ownership and Accounting conservatism, **Journal of Accoutning Research**, 2008, forthcoming, pp: 1-59.
(56) Kousenidis, D., Anestis c., and christos I., "value relevance of conservative and non-conservative Accounting Information: Evidence from Greece", **6th annual conference of the Hellenic finance and accounting association**, 15-16 Dec. 2007.
(57) Kothari, s., Ramanna, k., and skinner D., "wat should GAAP look like? **Working paper, 2010**.
(58) Lara, J., Beatriz, o., and Fernando, p.," conditional conservatism and firm investment efficiency," **working paper**, university of Navarra, 2010.
(59) Homburg, c., and Julia, N., "How timely are Earnings when costs are sticky? Implications for the link between conditional conservatism and cost stickiness", **working paper**, university of cologne, 2010.
(60) khan, m. and R.L. watts, "Estimation and empirical properties of a firm – year measure of accounting conservatism", **journal of accounting and economics** 48 (2-3) 2009, pp. 132 – 150.
(61) Basu,s., "The conservatism principle and the asymmetric timelines of earnings", **journal of Accoutning and economic** 24, 1997, pp: 3-37.
(62) Ball, R., A. robin, and G. Sadka, "Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timelines and conservatism", **review of Accounting studies** 13 (2-3), 2008.
(63) Beaver, w., w. landsman, and E. owen, "Asymmetry in earnings timeliness and persistence: A simultaneous equations approach", **working paper**, standford university, 2008.
(64) Ball, R. and L. shivakumar, "The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition, **journal of accounting research** 44, 2006, pp: 207 – 242.
(65) Beaver, w.h. and s.g. ryan, "Conditional and unconditional conservatism: concepts and modeling", **review of accounting studies** 10 (2-3), 2005, p. 269.
(66) Givoly, D. and C. Hayn, "The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative"", **journal of accounting & economics** 29(3), 2000, pp: 287 – 320.
(67) Penman, s.h. and x. – J. zhang, "Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns", **the Accounting review 77 (2)**, 2002, pp: 237 – 264.
(68) Ahmed, A.S, R.M. Morton, and t.f.schaefer," Accounting conservatism and the valuation of accounting numbers: Evidence of the feltham – ohlson (1996) model. **Journal of accounting, Auditing & finance** 15 (3), 2000, p.271.